



# FINANSALLAŞMA SORUNSALI VE İMKB ÖRNEĞİ

Işıl TELLALBAŞI\*

## Özet

Dünya genelinde, finans piyasaları özellikle son otuz yıllık dönemde; piyasa hacimleri, işlem yoğunluğu ve bağlı oldukları düzenleyici otoritelerin kuralları açısından son derece önemli bir evrim yaşamaktadırlar. Dünyanın geleneksel olarak önemli likidite merkezleri olan finansal metropoller daha fazla globalleşirken, yerel ölçekteki finansal piyasalar da birbirlerine entegre olmak zorunda kalmışlardır. Dolayısı ile finansal piyasalar da yaşanan bu transformasyon yeni bir dönemin kapılarını aralamıştır.

Kapitalizm tarihinde sürekli yaşanan krizlerden sonra kendine çıkış yolu bularak, sistemi devam ettirmiştir. ABD’de yaşanan son küresel kriz finansal piyasalardaki entegrasyon nedeniyle domino etkisi göstererek dünya geneline yayılmıştır. Krizin küreselleşmesi ve etkilerinin daha ne kadar süreceğine ilişkin tereddütlerin devam etmesinin yanında, iktisadi yazında yeni tartışmaları başlatmıştır.

Finansal piyasaların işlem hacimlerinin artması, işlevinin artması, yeni finansal ürünlerin yaratılması, kısaca finans kapitalin öneminin artarak hayatın içine nüfuz etmesi bu değişimin yönünün ve nedenlerinin açıklanması için en önemli teorik sorunsallardan biri olmuştur.

Çalışmada Genelleştirilmiş Momentler Tekniği kullanılarak İMKB Sınai Endeksi’nde yer alan şirketlerin finansallaşması analiz edilmiştir. Finansallaşma analizinde iki model kullanılarak bağımlı değişken olarak yatırım, bağımsız değişken olarak şirketlerin borçları, finansal kârları, kârları, satışları ve finansal ödemeleri ile modelinin kantitatif analizi yapılmıştır.

Kantitatif çözümler sonucunda, finansallaşmanın ekonominin lokomotifini olan üretim sektöründe, işletmelerin ve borçluluk düzeylerinin artmasının yatırım oranına pozitif bir katkı yaptığı gözlenmektedir. Diğer yandan her iki modelde de finansal kârlarla yatırım oranı arasındaki ilişki negatif çıkmıştır. Bu durumda finansal kârların artışının reel sektör yatırım davranışını azaltıcı bir etki yaptığı ileri sürülebilir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansallaşma, mortgage krizi, genelleştirilmiş momentler tekniği

**Jel Sınıflaması:**

\* Yrd. Doç. Dr., Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Gerede Uygulamalı Bilimler Yüsekokulu, E-mail: [isil@ibu.edu.tr](mailto:isil@ibu.edu.tr)



### Abstract

Financial markets in the world, especially for the last three decades, have been evolving significantly in terms of market volumes, operational intensity, institutional and regulations as well as the authorities governing them. As financial centers, traditionally crucial for providing world liquidity, has become increasingly global, the local financial markets inevitably had to be integrated with each other. The increase in operational volumes and the changing nature of financial markets, creations of new financial products; led to the increase of the importance of financial capital and how it affected day to day life directly became one of the most important theoretical problems. Thus, the transformation witnessed in the financial markets led to a new era, dubbed as “financialization”. This study is done to fill a gap in the literature by observing historical roots of theoretical fundamentals of financialization. Here it is defined as the latest stage of capitalism particularly by focusing on the financial transformation that occurred in the financial markets. Since existing literature on this topic is limited in scope and breadth the present study develops primarily a qualitative explanation of change in monetary and capital markets and then uses quantitative techniques to measure financialization in Turkey. In this thesis, the financialization of companies listed in the Istanbul Stock Exchange’s Industrial Index are analyzed using an econometric technique known as Generalized Method of Moments. The quantitative analysis has used two distinct methods to measure the relationship between firms’ investments and their debts, financial profits, sales and financial payments, variables that constitute variables for measuring financialization. The results of quantitative analyses indicates that financialization, in the form of company indebtedness, might provide positive value added to the amount of investments, particularly in the manufacturing sectors. On the other hand, both models revealed a negative relationship between higher financial benefits and amount of investments. In this case, the thesis highlights and claims that the returns on financial investments might have a decreasing influence on motivation of real investment.

**Keywords:** Financialization, mortgage crisis, generalized method of moments.

**Jel Classification:**

---

## 1. GİRİŞ

Kapitalizm tarihinin ikinci büyük krizi olarak adlandırılan 2007-2008 mortgage krizi, başta konut olmak üzere eğitim, sağlık, emeklilik ve sigorta gibi harcamalara ayrılan kişisel gelirlerin finansallaşması yani finansal piyasalardaki meşguliyetlerinin artması ile doğrudan ilişkilendirilmektedir. Son otuz yılda global ekonominin ürettiği gayrisafi hasıla rakamı yükselirken, büyüme hızı finansal ve ekonomik krizler nedeniyle zaman zaman kesintilere uğramaktadır. Dünya ekonomisinin istikrarsız, öngörüsüz ve eşitsizlikle genişleyen bir düzene oturduğu yönündeki eleştiriler artarken, bu makalede Ağustos 2007’den bu yana dünya ekonomisini etkisi altına alan krizin, kapitalizmin son aşaması olarak görülen finansallaşma olgusu nedeniyle ortaya çıkışı tartışılmaktadır.

Finansallaşma; firma tarafında sermaye birikimi önceliklerinin giderek reel yatırım faaliyetlerinden uzaklaşarak kısa dönemli, riskli ve yüksek getirili finansal varlıklarda yoğunlaştırılması anlamına gelirken, hanehalkı tarafında ise finansal araçların herhangi bir risk değerlemesi yapmadan kişileri kolayca borçlandırmalarını sağlamak anlamını taşımaktadır. Ayrıca finansal olmayan işletmelerin (FOİ) toplam kârlarının giderek daha



yaygın olarak finansal piyasalarda yaratılıyor olması sabit sermaye yatırımlarına aktarılacak fonların da daralması sonucunu doğurmaktadır.

ABD’de başlayan finansallaşma dönemi küreselleşmenin de etkisiyle hızla tüm dünyayı etkisi altına aldı. Bu değişimin bir yüzünü finansal sektörde yaşanan hızlı inovatif ürün hareketleri ve finansal sektörün dramatik şekilde büyümesi oluştururken, diğer yüzünü de finansal sektör ve aktörlerinin bu durum karşısında büyümeye devam ederek, ekonomide aktif ve öncü rol üstlenmeleri oluşturdu. Dolayısıyla finans sektörünün öneminin giderek artması finansallaşmanın göstergelerinden biri olma özelliği taşımaktadır.

Finansallaşmanın gelişimi sırasında bankalarla diğer finans kurumlarının nicelik ve nitelik olarak dönüşüm geçirmeleri, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, finansal piyasaların küreselleşmesi ve birbirine daha fazla entegre olması ile bir yandan ticari faaliyet gösteren firmalar için sermaye arayışı kolaylaşırken diğer yandan ticari bankaların, sınai ve ticari kuruluşlara verdikleri finans kapitalden giderek vazgeçerek, kısa dönemli kar amaçlı kredilere yönelerek finansal aracılık faaliyetlerinden uzaklaşıp kendilerine kâr kaynağı olarak gördükleri bireysel gelirlere doğrudan el koymaya yönelik girişimlere başladılar.

Gelişmiş kapitalist ekonomiler hızla finansallaşırken, ekonomide oluşan balon sırasında finansal kâr kaynaklarının önemli ölçüde değiştiği iyice belirginleşti. Bu kârlar çoğunlukla hizmet ücretleri, komisyonlar ve kurumların kendi hesaplarına yaptıkları alım-satım işlemleri biçiminde yatırım bankacılığı vasıtasıyla elde edilen finansal kazançlara denk düşmektedir. Ayrıca; bu kârlar bir ölçüde de kişisel gelirden, özellikle de halkın tasarruflarının kullanılmasından kaynaklanmaktadır.

Bu çalışmada, kapitalizmin son aşaması olarak görülen finansallaşma olgusu tartışmaya açılarak, finansal yazındaki yerinin belirlenmesi ve kantitatif bir modelle Türkiye analizinin ve karşılaştırması yapılmak suretiyle uygulamadaki kullanılabilirliği sınanmaktadır.



## **2. FİNANSALLAŞMA KAVRAMI**

Son dönemde finansal alanda yaşanan değişimler finansallaşma göstergesi olarak değerlendirilirken bu süreçte henüz tam bir fikir birliği oluşturacak tanımlama oluşturulamamıştır. Ancak en yaygın kabul gören şekilde, Paulre (2008) finansallaşmayı “uluslararası ve ulusal ekonomide finansal piyasaların, piyasa oyuncularının ve finansal kurumların işlevlerinin artması” (Paulre, 2008: 187) olarak tanımlamaktadır. Ertürk (2008)’e göre finansallaşma, finansal piyasalarda finansal olmayan işletmelerin meşguliyetini ifade etmektedir (Ertürk, 2008: 211). Epstein (2005) finansallaşmayı, finansal motif, finansal piyasa, finansal aktör ve kuruluşların yerel ve uluslararası ekonomide işlemlerin artması olarak tanımlamaktadır. Dore (2002) ise Epstein tanımlamasına daha geniş açıdan bakarak; finansallaşmayı toplam ekonomik aktivitede finansal endüstrinin hâkimiyetinin artması, şirketlerin yönetimlerinde finansal kontrollerin olması, toplam varlıklarda finansal varlıkların bulunması, özellikle özkaynaklarda finansal varlıkların yer alması, şirket stratejik kararlarında borsaların yönlendirici olması ve iş döngüsünde borsada yaşanan dalgalanmaların belirleyici faktör olması olarak tanımlamaktadır (Dore, 2002: 166-17).

Finansallaşma, Palley (2007)’e göre, finansal piyasaların, finansal kurumlarının ve finansal elitin ekonomik politika ve sonuçlarının üzerinde daha etkili hale gelme süreci olarak değerlendirilmelidir. Fine (2008) finansallaşmayı, finansal olmayan şirketlerin yönetiminde, piyasa oyuncusu gibi hareket etmeleri şeklinde tanımlamaktadır (Fine, 2008: 4). Bryan (2006) ise finansallaşmanın şirketlerin, rekabetçi yatırımcılara ulaşabilmek için hedeflere ulaşmada yönetim stratejilerini değiştirdiklerini ve bu değişimin, finansal hesapların (ve finansal kurumların) özel ve sosyal alanda yaygınlığını arttırdığını ifade etmektedir (Bryan v.d., 2006: 32).

Harvey’e göre finansallaşma, ekonominin finans alanında büyük oranda değişimi olmamakla birlikte, niteliksel olarak finansın rolünün değişmesidir (Harvey, 2005: 4). Bu değişimle finansal olmayan sektörlerin finansla olan ilişkisi daha güçlü hale gelmiştir. Harvey’e göre finansallaşma ayrıca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ilişkiyi de dönüşüme uğratmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik aşırı sermaye hareketi bu ülkeleri uluslararası rezerv birikimine zorlamış, bu olgu ise ABD cari işlemler açığının finanse



edilmesine hizmet etmiştir. Bu süreçten en fazla yarar sağlayan ise uluslararası ödemeler aracı olan doların ihraççısı olarak ABD olmuştur. Kısacası bu durum dünya ekonomisinde yoksulun zengine borç vermesi gibi bir sonucu doğurmuştur (Harvey, 2007: 69).

Finansallaşma ayrıca finansal sektörün kuralılaşması, yeni araçların yaygınlaşması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve döviz piyasalarında istikrarsızlığın artması olgularını da içermektedir. Stockhammer (2007) finansallaşma sürecini piyasa temelli finansal sistemlere geçiş, finansal piyasalarda ana oyuncular olarak kurumsal yatırımcıların ortaya çıkışı, hissedar değeri yoluyla kurumsal yönetişimin hem finansal hem de finansal olmayan şirketlerde baskınlığına doğru yaşanan değişimin gelişmeler arasında olduğunu ifade etmektedir (Stockhammer, 2007: 2).

Stochammer (2004), Crotty (2005), Skott ve Ryoo (2008) çoğunlukla finansallaşmanın makro ekonomik sonuçları üzerine odaklanmakta ve bu terimi finansal piyasalarla finansal olmayan piyasalar arasındaki ilişkide yaşanan dönüşüm olarak tanımlamaktadırlar. Froud, Haslam, Johal ve Williams (2001) ise finansallaşmayı; mikro düzeyde analiz etmektedirler. Bu akademisyenler “*coupon pool capitalism*”<sup>1</sup> kavramı etrafında geliştirdikleri analizlerde finansal piyasaların şirketler ve bireylerin davranışlarında yarattığı etkiyi incelemektedirler. Arrighi (2003), Harvey (2007) ve Lapavitsas (2009) farklı bir bakış açısıyla finansallaşmayı inceledikleri eleştirel çalışmalarında, finansallaşmanın kökenini sermaye birikim sürecinde aramakta, kapitalizmdeki aşırı birikim krizinin altını çizmektedirler. Ancak konuya farklı bir perspektifle yaklaşan Lapavitsas, yeni bir olgu olarak finansın sömürücü yönlerini ve finansal sistemin geçirdiği dönüşüme işaret etmekte, özel olarak günümüz kapitalizminde aracı kurum olan bankalara ve onların değişen rollerine işaret etmektedir.

Agliette ve Bretton (2001), birikim rejimini biçimlendirdiğini düşündükleri yeni finansal sistemin baskın gücü olarak hisse senedi piyasalarına odaklanmaktadır. Düzenlemeciler için ise, finansal serbestleştirme birikim rejimindeki değişimin en önemli kurumsal faktörü olmuştur. Dolayısıyla finansal olmayan işletmeler ile finansal piyasalar arasındaki meydana gelen değişim üzerine odaklanmaktadır.

---

<sup>1</sup> Kupon havuzu kapitalizmi.



Krippner (2005) ilk önce finansallaşmanın ABD ekonomisinin simgesi olmasının nedeni açıklamıştır. Daha sonra makro veri kullanarak bunu detaylandırarak sunmaktadır. Crotty (2005) finansallaşmayı global neoliberal rejimin en önemli bileşeni olarak görmekte, ABD finansal olmayan sektörlerin finansallaşmasını değişik açılardan belgelemekte iken; Duménil ve Levy (2005) buna benzer ABD ve Fransa ile ilgili çalışmalarında, kârların düşme trendine girerken bu süreçte yaşanan deregülasyon ve finansal serbestleşme konularına dikkati çekmektedirler. Bu çalışmalar üç önemli konu başlığı ortaya çıkarmaktadır. Finansal olmayan işletmelerin reel yatırımlarının finansal yatırımlara oransal olarak yakın derecede artması, kârlarının büyük bölümünü finansal işlemlerden kazanmaları ve kazançlarının büyük kısmını finansal piyasalarda faiz ödeme, kâr payı, hisse geri alımları şeklinde çıkarmalarıdır.

Finansallaşma ile ilgili önemli araştırmalar yapılırken, sorulması gereken sorulardan biri; neden finansallaşma dönemi 1980 sonrası olarak gösterilmektedir? Finansallaşma ile ilgili ana akım-ortodoks yaklaşımlar suskun kalırken, finansallaşmanın etkilerini ve bu soruyu Arrighi (1994, 2003, 2005), Arrighi ve Silver (1999), Harvey (2003), Sweezy (1997), Amin (1996, 2003) ve Orhangazi (2008) yanıtlamaya çalışmışlardır. Finansallaşma kökenini 1970'lerde yaşanan krizle bağdaştırırlarken, finansallaşma kökeninde finansal piyasalardaki deregülasyon ve liberalizasyon değişimleri göstermektedirler. Duménil ve Levy (2005) ise finansallaşma sürecinde politika ve sınıf dinamiklerini vurgulamaya çalışmışlardır.

ABD ekonomisinde finansallaşmanın makroekonomik dinamikleri ayrıca bir tartışma konusudur. Özellikle, Boyer (2000), Aglietta ve Breton (2000) bu dinamikleri anlamak için girişimlerde bulunmaktadırlar. Stockhammer (2004) ve Orhangazi (2008) ise ABD'de finansal olmayan işletmelerin (FOİ) sermaye birikimi etkilerini analiz ederek finansallaşma ile ilişkilendirmektedir.

Ayrıca finansallaşma aşaması gelir eşitsizliği yükselmesi ve işgücü şartlarında düşme ile de karakterize edilmektedir. Epstein ve Jayadev (2005) OECD ülkelerinden örnekler vererek, ulusal gelir dağılımının finansal kuruluş ve finansal varlık sahiplerine yöneldiği, bu oranın 1980'lerde ve 1990'larda yükseldiğini belgelemektedir.

Froud (2001) ise finansallaşma olgusunu *coupon pool capitalism* ile ilişkilendirmekte; kuponların direkt olarak hane halkı tarafından veya endirekt olarak emeklilik fonları ve



sigorta şirketlerinin hane halkı gelirlerini toplamak üzere tuttuklarını ifade etmektedir. Bu yolla hane halkı birikimlerini direkt olarak kupon havuzunda toplayarak veya profesyonel fon yönetimi aracılığıyla yatırım yapma imkanına sahip olmaktadır.

Son olarak uluslararası finansal ilişkilerdeki değişimler tartışmaların diğer bir parçasını oluşturmaktadır. Uluslararası finansal transformasyon patlaması, uluslararası para sisteminde değişimler ve gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin filizlenmesi finansın derin bir şekilde tartışılmasına neden olmaktadır (Babb, 2005; Akyüz ve Boratav 2005; O'Connell, 2005; Crotty ve Lee 2005). Blecker (2005) finansallaşmanın uluslararası ticaret ve finans teorileri etkilerini göstermektedir. Birçok eser uluslararası finansal krizleri tartışırken uluslararası boyutta finansallaşmanın sürdürülemez olduğuna dikkat çekilmektedir (D'Arista, 2005; Gabel, 2005; Felix, 2005).

Orhangazi (2008) ise finansallaşma kavramını 1970'lerde yaşanan krizin ardından kâr oranlarının düşmesiyle finansal olmayan şirketlerin finansal faaliyetlere girişme süreci olarak tanımlamakta, finansallaşmanın reel sektör yatırımları üzerindeki etkilerini araştırmaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan değişimin deregülasyonla harekete geçirilmesi ile finansal olmayan işletmelerin finansal alanda faaliyet gösterilmesini kolaylaştırmıştır. Bunu takiben finansal olmayan işletmelerin finansal varlıklarındaki artışla finansal sektör güçlenerek, finansal yatırım olanaklarını arttırmıştır. Uzun dönemli yatırımlar yerine kurumsal yatırımcıların kısa dönemli kârlılığı tercih etmesi, finansal piyasalardaki oyuncuların artmasının yanı sıra kurumsal yönetişimde yaşanan değişimi de işaret etmektedir.

Günümüz finansı “yarat ve dağıt” (finans kurumlarının çeşitli finansal araçlar yaratıp ardından bunları yatırımcılara dağıtması) finansman modelinin benimsenmesi ve buna eşlik eden “kredinin menkul kıymetleştirilmesi” (kredilerle diğer finansal varlıkların pazarlanabilir menkul kıymetler olarak paketlenmesi) biçimleriyle en uç noktaya ulaşmış bulunmaktadır (Papadatos, 2009). Dolayısıyla finansallaşma, reel sektörün ihtiyacı olan fonların bankalar tarafından sağlanması yerine, sermaye piyasalarından direkt olarak kendilerine finans kapital sağlamaları, diğer yandan bankaların yarattığı finans kapitalin, Harvey (2005)'in deyimiyile yardımcı aktör rolünün değişmesiyle birlikte varlığını devam ettirebilmek için bireysel gelirlere yönelmesi unsurlarını teşkil etmektedir.



### **3. FİNANSALLAŞMA VE SERMAYE BİRİKİMİ İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ**

#### **3.1. GMM Yöntemi**

Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) Hansen'in (1982) zaman koşullarının genel olarak zayıf varsayımlar altında tutarlı bir şekilde parametre tahminlerinde kullanılabileceğini gösterdiği çalışmasıyla ortaya çıkarmıştır. Araç Değişken Yöntemi (IV) ve En Küçük Kareler Yöntemi (Ordinary Least Squares-OLS) de dahil olmak üzere birçok standart tahmin edici GMM'nin özel durumlarıdır.

GMM yönteminin üstünlüğü güçlü dağılım varsayımlarına gerek kalmadan modelleri ve belirli tahmin edicileri formüle etme imkanı sağlamasıdır (Greene, 2002). Hansen'in çalışmasının özgünlüğü, içsel bağıntı, çoklu bağıntı ve doğrusal olmayan durumlara izin vererek olası zaman yöntemi tahmin edicileri arasında nasıl seçim yapılacağını göstermesidir (Wooldridge, 2001). GMM tahmin edicisi büyük örneklem için etkili bir yöntem olmasına karşın, küçük örneklem<sup>2</sup> özellikleri zayıf olarak bilinmektedir.<sup>3</sup>

GMM belli koşulların var olması halinde, basit tahmin edicilere göre birtakım üstünlüklere sahip olmaktadır. Bu bağlamda GMM'nin avantajı, modelin parametrelerini tahmin aşamasında araç değişken sayısının olması gerektiğinden daha fazla olabileceği anlamına gelen aşırı tanımlanmaya izin vermesidir. Aşırı tanımlanma durumunda genel yaklaşım İki Aşamalı En Küçük Kareler Yöntemi (Two Stage Least Squares-2SLS)'ni kullanmaktır, ancak modelde içsel bağıntı söz konusu ise GMM tahmin edicisi daha tutarlı bir tahmin edici olmaktadır.

#### **3.2. Dinamik Panel ve GMM Tahmin Tekniği**

Panel modelinin tahmininde Arellano ve Bond (1991)'a ait genelleştirilmiş momentler metodu (GMM) tahmincisinin kullanımı yaygındır. Arellano ve Bond (1991) ilgili

---

<sup>2</sup> Hansen, GMM'nin küçük örneklem performansını hareketli ağırlıklandırılmış matris ile aşmıştır.





parametrelerin tahminini yapmak için hatanın gelecekteki değerlerinin, açıklayıcı değişkenlerin şimdiki değerler ile korelasyonlu olmadığı varsayımı ile moment koşulları oluşturmaktadır. Hata terimi serisel korelasyon taşımamakta ve homoskedastik özelliğe sahiptir. Açıklayıcı değişkenler ise gözlenemeyen firmalara özgü etki ile (birim etki ile) korelasyonlu değildir. Hata teriminin heteroskedastik olması durumunda ise Arellano ve Bond (1991), iki aşamalı GMM tahmincisini önermektedir. Tahminin ilk aşamasında, hata terimlerinin bağımsız ve açıklayıcı değişkenlerle zamana karşı homoskedastik olduğu varsayılmaktadır. Bu varsayım, ilk aşamada elde edilen hatalardan varyans-kovaryans matrisinin tutarlı tahmini oluşturduğu zaman esnetilmektedir. İki aşamalı GMM tahmincisinin hata teriminin heteroskedastik olduğu zaman daha etkin olduğu görülmektedir.

Çoğu ekonomik ilişkilerin doğası dinamiktir ve panel modelinin avantajlarından biri araştırmacılara dinamik ilişkilerin daha iyi anlaşılmasına imkan tanınmasıdır. Dinamik ilişkiler, regresörler arasında gecikmeli bir bağımlı değişkenin varlığı ile karakterize olunmaktadır. Örneğin (Duch, 2008);

$$Y_{jt} = \vartheta Y_{jt-1} + \phi Z_j + \gamma X_{jt} \theta_{jt} + \theta_j + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

$$j=1,2,\dots,N, t=1,2,\dots,T$$

$\theta_j$  birim etkileri gösteren terimdir

$Z_j$  zaman boyunca değişmeyen ilave açıklayıcı değişkenlerden ibarettir.

$X_{jt}$  nedenselliğin sorgulandığı açıklayıcı değişkendir.

Tüm açıklayıcı değişkenler katı egzojendir.

$\varepsilon_{jt}$  sıfır ortalamaya, sabit varyansa ve bağımsız dağılıma sahiptir.

---

<sup>3</sup> Türkiye için ele alınan inceleme dönemi çok küçük olmamakla birlikte, özellikle ABD için yapılan tahminlerde kullanılan zaman serilerine göre daha küçük olduğu söylenebilir.



En küçük kareler tahminleri ise sapmalıdır. Çünkü, gecikmeli endojen değişken ( $y_{jt-1}$ ) ve birim etkiler ( $\theta_j$ ) arasında korelasyon mevcuttur:  $\varepsilon_{jt} \cdot Y_{jt-1}$  etkilemekte iken aynı zamanda  $Y_{jt-1}$ 'i de etkilemektedir.

Sabit etki ve rassal etki modellerinde, gecikmeli bağımlı değişkenlerin kullanılması durumunda gecikmeli bağımlı değişkenin hata terimi ile korelasyonlu olmasından dolayı ciddi problemler ortaya çıkabilmektedir. Dolayısıyla dinamik panel modelleri ile sabit veya rassal etki modelleri arasında farklılıklar vardır (Greene, 2000).

Birinci fark denklemleri alındığında gruplar arasındaki değişkenlik sabit ve rassal etki modelinden arındırılmaktadır. Fakat bu sırada model şu hale gelmektedir (Duch, 2008):

$$Y_{jt} - Y_{jt-1} = \theta(Y_{jt-1} - Y_{jt-2}) + \sum_k \beta_k (X_{kjt} - X_{kjt-1}) + (\varepsilon_{jt} - \varepsilon_{jt-1}) \quad (2)$$

Böylece,  $(Y_{jt-1} - Y_{jt-2})$  gecikmeli bağımlı değişkenler ile  $[(\varepsilon)_{jt} - \varepsilon_{jt-1}]$  arasında korelasyon sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda gecikmeli bağımlı değişkenin parametre tahminleri ( $\theta$ ) için bir takım araç değişkenlerin kullanılması önerilmektedir. Anderson ve Hsiao (1981), ya  $Y_{jt-1} - Y_{jt-2}$  ya da  $Y_{jt-2}$  veya  $Y_{jt-3}$  şeklinde farklı gecikme düzeylerine sahip gecikmeli değişkenlerin,  $(Y_{jt-1} - Y_{jt-2})$  için araç değişkenlerle korelasyon içerisinde olduğu ama hata terimi ile bir ilişki içinde olmayacakları belirtilmektedir. Dinamik panel modelinin tahmini için önerilen araç değişken (Instrumental variable, IV) tahmin yöntemi, olasılıklı bütün moment koşullarının kullanımına imkan vermediğinden ve hata teriminin fark yapısını  $(\Delta \varepsilon_{jt})$  dikkate almadığından tutarlı ancak etkin olmayacaktır. Arellano ve Bond (1991), bu durumun nedeni olarak, olası tüm araç değişkenlerin kullanılmamasını göstermiştir. Bu nedenle, Arellano ve Bond (1991), tüm geçerli gecikmeli değişkenlerin dinamik panel veri modellerinde araç değişken olarak kullanılmasını önererek GMM yöntemi geliştirmiştir. Böylece GMM yöntemi ile hem ortogonalite kısıtlamalarını sağlayabilmek için olası tüm araç değişkenlerin kullanımına izin verilmekte hem de kovaryans matrisinin parametrik olmayan bir tahmincisi kullanılmaktadır. Bu durumda model aşağıdaki gibi olacaktır:



$$Y_{jt} - Y_{jt-1} = \vartheta(Y_{jt-1} - Y_{jt-2}) + \sum_k \beta_k (X_{kjt} - X_{kjt-1}) + \sum_s \beta_s \phi_s (W_{sjt} - W_{sjt-1}) + (\varepsilon_{jt} - \varepsilon_{jt-1}) \quad (3)$$

$X_{kjt}$  : Katı egzojen ortak değişkenler (covarites)

$W_{sjt}$  : Önceden belirlenmiş (predetermined) ve endojen ortak değişkenler

Yukarıdaki 3 nolu denklemde gösterildiği üzere birinci fark denklemleri alınmış olup, gecikmeli endojen değişken parametrelerinin ( $\vartheta$ ) tahmini için araç değişkenler uygulanmaktadır.

$\hat{\beta}$  'nın GMM tahmininin genel biçimi nihai olarak şu şekildedir (Duch; 2008):

$$\hat{\beta} = (X'Z\tilde{W}'Z'X)^{-1} (X'Z\tilde{W}'Z'Y) \quad (4)$$

Z: Fark denklemindeki geçerli araçları içermektedir.

GMM tipi araç değişkenler,  $W_{sjt}$  'nin, önceden belirlenmiş (predetermined) ve içsel (endojen) ortak değişkenlerin gecikmeli değerleridir. Standart araçlar ise,  $X_{kjt}$  'nin dışsal (egzojen değişkenlerin) ilk farklarıdır.

#### 4. DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI

Türkiye İMKB sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalar için uygulanan model temel dayanağını Orhangazi'nin (2008) ABD için uyguladığı finansallaşma modelinden almıştır. Orhangazi'nin kullandığı modelinin varsayımları iktisadi açıdan desteklenebilir düzeyde olduğundan ve finansal küreselleşme ile ekonomik etkilerin ülkeler tarafından ithal edilir hale geldiğinden, modelin Türkiye için analizinde sonuca giden yolda farklılık yaratmayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada 132 şirket için finansallaşmayı belirleyen faktörler amprik olarak sorgulanmaktadır. Çalışmada finansallaşmanın İMKB Sınai Endeksi'nde işlem gören ve



2005-2010 yılları arasında süreklilik arz eden işletmeler üzerindeki etkisi araştırılmıştır. İMKB Sınai (XUSIN) Endeksi'ne ait söz konusu veriler İMKB'nin mali tablolar bölümü ve kamuyu aydınlatma platformundan alınmıştır. Çalışmada finansal işletmeler, mali kuruluşlar, yatırım ortaklıkları, sınai endeksinde yer alan finansal iştirak sahibi olan holdingler ve İMKB Sınai Endeksi kotasyonundan çıkarılan işletmeler de süreklilik kısıtını sağlayamadığından araştırmaya dahil edilmemiştir. Amprik çalışmada 2005 öncesine inilmesi yatay kesit sayısında azalmaya neden olurken, aynı zamanda Türkiye'de TMS-IFRS sistemine 2005 yılından sonra uygulanması nedeniyle verilerin sağlıklı edinimi göz önünde bulundurularak, araştırma aralığı olarak 2005-2010 yılları arasındaki veriler tercih edilmiştir.

İşletmelere ilişkin veriler İMKB'nin resmi internet sitesinden elde edilen mali tablolar ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan derlenmiştir. İstatistiki analizler EViews 5.0 paket programı yardımıyla gerçekleştirilmiştir.

## 5. FİNANSALLAŞMA GÖSTERGELERİNİN MODELLENMESİ

Finansallaşmayı etkilediği düşünülen faktörlerin dinamik panel veri modeliyle analiz edildiği bu çalışmada, bağımlı değişken olan yatırımlar ve bağımsız değişkenler, kârlar, satışlar, kısa ve uzun vadeli borçlar, finansal gider ve ödemeler, finansal gelir ve kârların maddi duran varlıklara oranı alınarak eklenmiştir. Bağımlı ve bağımsız değişkenlerinin maddi duran varlıklara oranlanmasının amacı işletmelerin yatırımlarında kullandıkları fonları iç kaynaklardan mı karşılandığı yoksa dış kaynaklardan mı kullandıkları sorusuna yanıt bulmaktır. Ayrıca bağımsız değişkenler mevcut literatür ve verilerinin bulunabilirliği göz önüne alınarak belirlenmiştir. Çalışmada dinamik panel veri yöntemi kullanılarak oluşturulan ana model şu şekilde oluşturulmuştur;

### 5.1. Model I

$$(I_{it}/K_{i,t-1}) = \alpha_0 + \alpha_1(\pi/K)_{i,t-1} + \alpha_2(S/K)_{i,t-1} + \alpha_3(D/K)_{i,t-1} + \alpha_4(P/K)_{i,t-1} + \alpha_5(\pi^F/K)_{i,t-1} + \varepsilon$$

$\alpha_1 \dots \alpha_5$  parametreler,  $i$  firmayı,  $t$  ise zaman periyodunu göstermektedir.  $I$  yatırım faaliyetlerinde kullanılan toplam nakitler,  $K$  toplam maddi duran varlıklar,  $\pi$  toplam faaliyet



karı,  $S$  toplam satışlar,  $D$  toplam borç,  $\pi^F$  toplam finansal gelirler,  $P$  toplam faiz ödemeleri ve temettüleri, son olarak da  $\varepsilon_{it}$  rassal hata terimlerini göstermektedir.

## 5.2. Model II

$$(I_{it}/K_{i,t-1}) = \alpha_0 + \alpha_1(\pi/K)_{i,t-1} + \alpha_2(D/K)_{i,t-1} + \alpha_3(P/K)_{i,t-1} + \alpha_4(\pi^F/K)_{i,t-1} + \varepsilon$$

$\alpha_1 \dots \alpha_5$  parametreler,  $i$  firmayı,  $t$  ise zaman periyodunu göstermektedir.  $I$  yatırım faaliyetlerinde kullanılan toplam nakitler,  $K$  toplam maddi duran varlıklar,  $\pi$  toplam faaliyet karı,  $D$  toplam borç,  $\pi^F$  toplam finansal gelirler,  $P$  toplam faiz ödemeleri ve temettüleri, son olarak da  $\varepsilon_{it}$  rassal hata terimlerini göstermektedir.

$$\alpha_1 > 0, \alpha_2 > 0, \alpha_3 \geq 0, \alpha_4 < 0, \alpha_5 < 0$$

Modelin test edilme aşamasında toplam finansal gelirler ve toplam faiz ödemeleri ve temettüleri olan finansallaşma değişkenlerinin yatırım üzerinde negatif etkisi beklenirken, toplam faaliyet kârı ve toplam satışlar kapsayan diğer değişkenlerin kâr oranı ve üretimin yatırımlar üzerinde pozitif etkisi beklenmektedir. Borçların ise reel sektör yatırımları üzerinde pozitif ya da negatif etkisi olabilmektedir. Örneğin; borçlanma maliyetleri düşük olduğunda, firmalar yatırımları için iç kaynaklardan fon temin etme yerine finansal piyasalardan borçlanmayı tercih edebilmektedirler.

Model FOİ'lerin yatırımlarının diğer determinantları kontrol edilirken, finansallaşmayı  $\pi^F$  ve  $P$  değişkenlerinin etkisi ile test edilmek istenmektedir. İlk olarak finansal yatırımlar ve finansal kârların artması *crowding out* (dışlama etkisi) etkisi yaratarak, firma yöneticilerini fonlarını gerçek yatırımlar yerine finansal piyasalardan gelir elde etmeye yöneltmektedir. İkinci olarak finansal ödemeler özkaynakları azaltırken, reel sektör yatırımlarını negatif yönde etkileyerek belirsizliğin artmasına neden olmaktadır. Orhangazi'nin ABD için kullanılan firma bazında GMM analizinde finansal piyasalara yapılan ödemeler yatırımları negatif yönde etkilerken, Türkiye'de de finansal ödemelerin artması böyle bir sonuç doğurmaktadır.

## 6. YATIRIMLARIN BELİRLEYİCİLERİ VE FİNANSALLAŞMA

Bu makalenin nihai amacı finansallaşmanın sermaye birikimi üzerindeki etkilerini ölçmektir. Sermaye birikiminin artması reel sektör yatırımlarını arttırıcı etki yaratmaktadır. Kapitalist sistemin en önemli unsuru olan sermaye birikimi, yatırımların sonucu etkilemektedir. Dolayısıyla buradaki amacımız ilkin yatırım değişkenlerini tanımlayıp açıklamak olacaktır.

### Kârlılık ve Talep

Firma başarısının ardındaki temel itici gücün büyüme değil de kârlılık olduğu, kârsız yüksek büyümenin firmayı mali başarıya götüremeyeceği ilgili literatürde çok sıkça tartışılan bir konudur. Ekonomide, firmanın büyüme rakamları arz ve talep koşullarına bağlıdır. Kârlılık firmalar için yatırımlarında önemli unsur olduğundan, *ceteris paribus*, projelerini beklenen kârlılık ve riske göre değerlendirmektedirler. Finansallaşma hipotezimizde katsayı beklentimiz pozitif ve kârların istatistiksel olarak anlamlı olduğu gözlenmektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine<sup>4</sup> göre öncelikle iç kaynaklarla finansman yoluna gitmeyi tercih eden firmalar, kârlı oldukları pozisyonda borçlanmayı diğer firmalara nazaran daha az tercih edeceklerdir. Kârlılığın artışı ile borç tercihinin azalacağını öngören teori negatif yönlü ilişkiyi işaret ederken, kârlarını arttıran firmaların vergi kalkanından yararlanmak adına daha fazla borçlanma yoluna gideceklerini öngören dengeleme teorisinde ise işaret pozitif yönlü ilişkiyi işaret etmektedir.

### Finansal Ödemeler

Finansal ödemeler; firmaların finansal piyasalarda yapmış oldukları işlemler için ödenen faiz giderleri ve temettü ödemelerinin toplamı olarak ifade edilebilir. Modelimizde

---

<sup>4</sup> Finansal hiyerarşi teoremi pek çok durumda, yüksek karlılıkları olan firmaların neden daha az borç kullandıklarını, düşük karlılıkları olan firmaların da neden yüksek oranda borç kullanımı yoluyla finanslama yoluna gittiklerini açıklamaktadır. Karlılığı yüksek olan firmalar, dış fonlara ihtiyaç duymamakta, düşük karlılıkları olan firmalar da yeterli iç fon yaratamamaları ve borcun hisse ihracına nazaran daha düşük ihrac etme ve bilgilendirme maliyetlerine sahip olması sebepleriyle borç ihracını, hisse senedi ihracına tercih etmektedirler (Daha ayrıntılı bilgi için bkz. Drobetz and Fix, 2003: 7).



finansal ödemeler ve yatırımlar arasında negatif yönde ilişki beklenmektedir. Yüksek oranda yapılan finansal ödemeler firmaların sermaye birikiminde uzaklaştığının kanıtı olmakta ve yapılan finansal ödeme oranlarının yüksek olması ise firmaları kârlılık ve ödemede likidite sorunuyla karşı karşıya bırakmaktadır. Finansal ödeme değişkeninde finansallaşma teorisinin öngördüğü katsayı beklentisi negatiftir ve Tablo 2 ve Tablo 3’de görüleceği üzere istatistiksel olarak anlamlıdır. Yukarıda sözünü ettiğimiz finansallaşma değişkenlerinden biri olan finansal ödemeler değişkeni Türkiye’de reel sektör yatırımlarını azaltıcı etkide bulunmaktadır.

### **Borçluluk**

Borçluluk iktisadi açıdan firmaların en büyük sorunlarından biridir. Değişkeni modelimizde kullanmamızın nedeni borçluluğun finansal kırılganlığı artırarak firmaların yatırımları üzerinde negatif etkiye sahip olmasıdır. Türkiye gibi sermaye birikimi az olan ülkelerde yatırımların finansmanı genelde sermaye piyasalarından ziyade ağırlıklı olarak para piyasaları aracılığıyla gerçekleşmektedir.

Model I ve Model II’de uzun vadeli borç değişkenin FOI’lerin yatırım davranışları üzerinde olumlu fakat küçük bir etkisi olduğu gözlenmektedir. Genel olarak uzun vadeli borç-sermaye oranı firmanın reel sektör yatırım davranışları üzerinde kısıtlayıcı etkisi vardır. Fakat istatistiksel sonuçlara göre borçlanma değişkeninin yatırımlar üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bunun nedeni ise yukarıda ifade ettiğimiz gibi sermaye birikiminin yetersiz oluşudur.

### **Finansal Gelir ve Finansal Karlar**

Finansal gelir ve kârlar, firmaların esas faaliyet konuları dışında finansal piyasalardan elde ettikleri kâr ve gelirden oluşmaktadır. Firmaları bu gelirleri elde etmeye yönelten nedenlerden biri yatırımların uzun soluklu ve güç olması ayrıca risk unsurunu teşkil etmesidir. Bu durum firmaları kısa yoldan gelir elde etmeye yöneltmektedir. Buna bağlı olarak modelimizde finansal karların yatırımlar üzerinde negatif etkileri beklenmektedir. Finansal gelir ve kârlar değişkeni için modelimizde negatif ve anlamlı katsayılar gözlenmektedir. FOI’ler açısından finansal gelir ve kârlar değişkenin katsayısı geçmişte yapılan yatırımları



desteklemediğinden negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla kısa dönemli finansal kârlar FOİ'lerin yönetsel tercihlerinde değişikliğe yol açmakta ve reel sektör yatırımlarını olumsuz yönde etkilemektedir.

### **Satış Hasılatı**

Firmaların amacı, sürdürülebilir büyümeyi sağlamak ve kâr elde etmektir. İşletmelerde hayati öneme sahip olan satışlar, firmanın geleceğini belirlemektedir. Firmanın elde edeceği karlar, satış hasılatına bağlıdır. Fakat bazen firmalar kârlılığını geri plana atarak satışlara daha önem vermektedirler. Satışların artması birim maliyetleri düşürürken, firma büyüklüğü ile firma kârlılığı arasında pozitif bir ilişki ile sonuçlanmaktadır.

Fakat her geçen gün teknolojide yaşanan yenilikler firmaların ürün hayat eğrilerinin giderek kısalmasıyla sonuçlanırken, yeni rakip firmaların piyasada uyguladıkları agresif politikalar satışların hasılatı üzerinde azaltıcı etkiler yaratmaktadır. Satışların azalması birim maliyet oranlarını yükseltip gelecekle ilgili endişelerin artmasına neden olup firmaların yatırımlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Firmalar da buna tepki olarak farklı kâr mekanizmaları arayışlarına girmektedirler. Bu mekanizmayı besleyen unsur ise finansal piyasaların derinleşmesi ve finansal varlık çeşitlerinin artması olurken, firma sahipleri de finansal piyasalarda birer finansal oyuncu olarak yerlerini almaktadırlar. Dolayısıyla modelimizden görüleceği üzere yatırımlar üzerinde satışlar değişkenin katsayısı oldukça düşük fakat istatistiksel olarak anlamlıdır. O halde satışların istatistiki olarak elde ettiğimiz sonuçlara göre FOİ'lerin yatırımları üzerinde etkin bir rol üstlendiği söylenemez.

İstatistiksel sonuçlar göre Türkiye'de finansal olmayan işletmeler (FOİ) satışlardan elde edemediği kârları finansal piyasalardan elde etme amacıyla hareket ederek finansallaşma olgusuna katkıda bulunmaktadır.



**Tablo 1: Data Özeti**

Değişken	Gözlem sayısı	Ortalama	Minimum	Maksimum
I/K	6	0.023	0.016	0.792
$\pi$ /K	6	0.032	-0.031	0.112
S/K	6	0.451	0.049	0.172
D/K	6	0.188	0.016	0.684
P/K	6	0.074	0.368	0.330
$\pi^F$ /K	6	0.227	0.029	0.122

## 7. EKONOMETRİK TAHMİN SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Finansallaşmayı açıklamaya çalıştığımız her iki modelde de (MODEL I, MODEL II) bağımlı değişken olarak yatırım oranı analiz edilmiştir. Modeller Arellano-Bond “Genelleştirilmiş Momentler Tekniği” kullanılarak tahmin edilmeye çalışıldı. Yatırım modelinin birinci versiyonun da, ikinci modelden farklı olarak bağımsız değişken olarak satışlar modele dahil edilmiştir. Ayrıca açıklayıcı değişkenlerin yanı sıra kukla değişkenler zamana özgü gözlenemeyen faktörleri açıklamak için kullanılmıştır.

Modellerin determinasyon ve düzeltilmiş determinasyon katsayıları ( $\bar{R}^2$ ,  $R^2$ ) bir bütün olarak değerlendirildiğinde bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkendeki değişimin minimum %43,3, maksimum %46’sını açıklayabildiği görülmektedir. Model I’de bağımsız değişken sayısı ikinci modele göre bir fazla olsa da modelin determinasyon katsayısını artırıcı yönde bir etki yapmadığı gözlemlenmiştir. Bu durumda modellerin yeni bağımsız değişken ekleyerek tahmine konu edilmesi tartışması gündeme gelse de literatürde yapılan benzer çalışmalara paralel olarak iktisadi açıdan anlamlı bağımsız değişkenlerle modelleme yapılması başlangıçta tercih edilmiştir.

Model I’de bağımsız değişkenlerden finansal karlar (FINPROFIT) ile bağımlı değişken, yatırım oranı (INV2) arasında negatif korelasyona sahip bir ilişki tespit edilmiştir. Bu değişkenin t istatistiği tek başına değerlendirildiğinde bağımlı değişkeni açıklamakta istatistiki olarak anlamlı bir katkısı da olduğu ileri sürülebilir.



**Tablo 2: Model I**

**Dependent Variable: INV2**

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 06/06/11 Time: 19:43

Sample (adjusted): 2007 2010

Cross-sections included: 132

Total panel (unbalanced) observations: 505

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Convergence not achieved after 500 weight iterations

Instrument list: @DYN(INV2,-2) DEBT(-1) FINPROFIT(-1) PROFIT(-1) P SALES(-1) @SYSPER

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV2(-1)	0.624275***	0.003852	1.620.549	0.0000
DEBT(-1)	0.013769	0.009781	1.407.709	0.1598
FINPROFIT(-1)	-0.049034***	0.018685	-2.624.257	0.0090
PROFIT(-1)	0.004245	0.016896	0.251255	0.8017
P	-0.047736*	0.025966	-1.838.403	0.0666
SALES(-1)	0.006666*	0.003894	1.711.843	0.0876
@ISPERIOD("2007")	-0.015637	0.011937	-1.309.988	0.1908
@ISPERIOD("2008")	-0.039553***	0.011920	-3.318.294	0.0010
@ISPERIOD("2009")	-0.075203***	0.014328	-5.248.600	0.0000
@ISPERIOD("2010")	-0.036177**	0.015221	-2.376.795	0.0178

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Period fixed (dummy variables)

<b>R-squared</b>	0.433778	<b>Mean dependent var</b>	-0.014493
<b>Adjusted R-squared</b>	0.459846	<b>S.D. dependent var</b>	1.946.489
<b>S.E. of regression</b>	2.351.828	<b>Sum squared resid</b>	2.737.892
<b>J-statistic</b>	3.561.606	<b>Instrument rank</b>	1.900.000

**Not: (1)** \* Yüzde 10 anlamlılık düzeyi, \*\* yüzde 5 anlamlılık düzeyi, \*\*\* yüzde 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

(2) Orhangazi'nin ABD için yaptığı GMM modelinde logaritmik değerler kullanmıştır. Türkiye'deki şirketlerin bilanço kalemlerinde negatif değerler çok fazla olduğundan ve matematiksel olarak eksi değerlerin logaritmasının alınması söz konusu olmadığından kullanılamamıştır.



**Tablo 3: Model II**

**Dependent Variable: INV2**

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 06/06/11 Time: 19:51

Sample (adjusted): 2007 2010

Cross-sections included: 132

Total panel (unbalanced) observations: 505

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Convergence not achieved after 500 weight iterations

Instrument list: @DYN(INV2,-2) DEBT(-1) FINPROFIT(-1) PROFIT(-1)

P @SYSPER

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV2(-1)	0.630290***	0.003673	1.715.890	0.0000
DEBT(-1)	0.021565**	0.008941	2.411.823	0.0162
FINPROFIT(-1)	-0.045020**	0.018080	-2.489.976	0.0131
PROFIT(-1)	0.012183	0.016147	0.754465	0.4509
P	-0.049063*	0.026069	-1.882.016	0.0604
@ISPERIOD("2007")	-0.014273	0.012100	-1.179.607	0.2387
@ISPERIOD("2008")	-0.036728***	0.011715	-3.135.264	0.0018
@ISPERIOD("2009")	-0.075095***	0.014419	-5.208.065	0.0000
@ISPERIOD("2010")	-0.037292**	0.015620	-2.387.429	0.0173

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

<b>R-squared</b>	0.443029	<b>Mean dependent var</b>	-0.014493
<b>Adjusted R-squared</b>	0.466304	<b>S.D. dependent var</b>	1.946.489
<b>S.E. of regression</b>	2.357.024	<b>Sum squared resid</b>	2.755.558
<b>J-statistic</b>	3.841.951	<b>Instrument rank</b>	1.800.000

**Not: (1)** \*Yüzde 10 anlamlılık düzeyi, \*\* yüzde 5 anlamlılık düzeyi,\*\*\* yüzde 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Modelde panel veriler kullanıldığı ve tahmin yöntemi olarak da Genelleştirilmiş Momentler Metodu ile analize tabi tutulduğu dikkate alındığında açıklama gücü itibari ile determinasyon katsayısı yüksek bir nümerik değer almasa da bağımlı değişken ile bağımsız



değişkenler arasındaki katsayı işaretlerinin literatürdeki benzer çalışmalarla paralellik arz etmesi modelin başarısı açısından olumlu yorumlanabilir.

Model II'de bağımlı değişkeni açıklama gücü itibari ile Model I'e paralel bir determinasyon katsayısı değeri almıştır. Ancak Model II'de bağımsız değişkenlerden DEBT ve FINPROFIT'in t değerleri aynı ayrı ele alındıklarında bağımlı değişkeni açıklamakta istatistiksel olarak anlamlı bir katkıları olduğu gözlenmektedir.

Her iki modelde de, işletmelerin kârlarının ve borçluluk düzeylerinin artmasıyla birlikte yatırım oranına pozitif bir katkı yaptığı gözlenmektedir. Bu noktada her iki modelde de finansal kârlarla yatırım oranı arasındaki ilişki negatif çıkmıştır. Bu durumda finansal kârların artışının reel sektördeki yatırım güdüsünü azaltıcı bir etki yaptığı ileri sürülebilir. Reel sektörde faaliyet kârlılığı yatırım davranışını olumlu etkilerken, FOİ açısından faaliyet dışı gelir olan finansal kârlar artışının yatırım güdüsünü azalttığı sonucuna modelin tahmin parametreleri çerçevesinde ulaşılmaktadır.

Modellerin ortaya koyduğu kantitatif sonuçların Türkiye ekonomisi ve finansal sistemi açısından genel olarak değerlendirilmesi yapıldığında, FOİ'lerin ekonomideki finansallaşma olgusu ile birlikte faaliyet dışı kârlar elde ettikleri ve bu tip kârlılık düzeyinin yükselmesi ile birlikte reel sektör yatırım eğiliminin azalarak sermaye birikim sürecini olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Bu sürecin uzun dönemdeki politika implikasyonu ise finansallaşmanın artması ile yatırımların azalırken sermaye birikim sürecinin olumsuz etkileneceği söylenebilir.

İstatistiki sonuçlara göre İMKB Sınai şirketlerinde borçluluk artarken yatırımlar da artmaktadır. İlk ABD'de uygulanan finansallaşma modeli örneği yapılan istatistiki analiz sonuçlarına göre Türkiye'de de desteklenmektedir. Kısacası finansallaşmanın yatırımlar üzerinde olumsuz etkileri ortaya çıkarken aynı zamanda sermaye birikim sürecinde de yavaşlamaya yol açmaktadır. Diğer yandan finansallaşma FOİ'de sanal kârlar elde edilmesini sağlarken üretimden uzaklaşılmasına neden olmaktadır.



## **8. SONUÇ**

2008 krizi kapitalizm tarihinde Büyük Bunalım'dan (1929) sonra yaşanan en derin krizdir. Mevcut krizi diğer krizlerden ayıran en önemli etkenlerden biri finansallaşmanın bu krizin ortaya çıkmasında oynadığı roldür.

Literatürde yapılan araştırmalar sonucunda ağırlıklı olarak finansallaşmanın büyüme ve sermaye birikimi üzerinde olumsuz etkileri olduğu gözlenmiştir. Finansallaşma dönemi başlangıcı neoliberal sistemden sonraki dönem olduğu ise ayrıca gözlenmiştir.

Bu makalenin konusu olan finansallaşma hipotezi aslında gelişmiş bir finansal sisteme sahip ekonomiler açısından ele alınmıştır. Ancak bir yandan finansal liberalizasyon diğer yandan küreselleşme olgusunun geldiği nokta açısından bakıldığında gelişmekte olan ülkeler için de finansallaşma olgusunun geçerli olabileceğini düşündürmektedir. Çünkü finansal liberalizasyon uygulayan gelişmekte olan ülkelerin finansal yapıları gittikçe gelişmiş ülkelere benzemeye başlarken, küreselleşme nedeniyle bu ülkeler kendilerini finansallaşmış ekonomiden ayıramamaktadırlar. Benzer şekilde Türkiye ekonomisinde finansal sistem de 1980 sonrası önemli reformlara sahne olmuş ve gelişmiş ekonomilere benzeyen bir yapıya dönüşmeye başlamıştır. Böyle bir finansal sisteminin varlığını finansallaşma yaratan unsurların ortaya çıkardığı şeklinde yorumlanabilir. Finansal sistemin gelişmişliği ise finansal sistemin derinliğinin artmasına ve finansal piyasaların çeşitliliğinin çoğalmasına bağlı olduğu söylenebilir. Bu bağlamda Türkiye ekonomisi incelendiğinde 1980 öncesinde finansal sistemin devlet kontrolünde ve sığ olduğu, ancak 1980 sonrasındaki reformlar ile birlikte gittikçe derinlik kazandığı ve finansal araçların çoğaldığı görülmektedir. 1980 sonrası yapılan reformların amacı finansal sistemin liberalizasyonu ile birlikte ekonomide toplam tasarrufların, toplam yatırımların ve finansal sistemin etkinliğini arttırmak olmuştur. Bu politikalar amaçları çerçevesinde belirli ölçüde başarılı olurken finansal sistem de gelişmiş ekonomiler yapısına benzer bir yapıya dönüşmeye başlamıştır. Finansal sistemin bu dönüşümü Türkiye ekonomisinde gözlenen istikrarsızlıkların bir ölçüde de olsa finansal sistemden kaynaklanıp kaynaklanmadığı sorusunu beraberinde getirmiştir. Finansal sistemin böyle bir etkisinin var olup olmadığının açıklığa kavuşturulması ise finansallaşma hipotezinin Türkiye ekonomisi için geçerliliğinin test edilmesiyle mümkün olabilecektir. Bununla birlikte



böylesi bir testin kendine özgü zorlukları vardır. Nitekim literatüre bakıldığında finansallaşma hipotezinin yaygın bir şekilde test edilmediği görülmektedir. Bu durum kısmen finansallaşmanın yaygın kabul gören iktisat ekollerinden birine ait olmamasından, kısmen de böyle bir analize henüz Türkiye’de başvurulmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda finansallaşma hipotezimizde özellikle üzerinde durduğumuz ilişki FOİ’lerin finans kapitale olan bağımlılığı ve FOİ’lerde finansallaşma değişkenlerinin sermaye birikimi ve reel sektör yatırımları üzerinde negatif etki yarattığı yönündedir.

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde böyle bir ilişkinin varlığını test etmek için, öncelikle halka açık İMKB’de yer alan Sınai şirketlerinin bilançolarında yer alan veriler, ülkemizde faaliyet gösteren firmaların bilançolarının konsolide olarak verilmemesi nedeniyle tek tek hesaplanarak veri seti oluşturulmuştur.

Daha önce değindiğimiz gibi finansallaşma olgusu ile reel sektör sabit sermaye yatırımlarından uzaklaşarak, kârını artırmak için finansal piyasalara yönelip spekülâtif hareketlerden yararlanarak gelir elde etmek istemektir. Finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve deregüle edilmesiyle firmaların hareket kısıtlılığı ortadan kalkarken, finansal inovasyonla birlikte birçok egzotik ürünlerin sunulması bu piyasaların daha da derinleşmesine katkıda bulunmuştur. Finansallaşma iktisadı yazında çok yeni bir kavram olmasına rağmen varılan ortak fikir istatistiki olarak sermaye birikimi ve dolayısıyla yatırımlar üzerinde olumsuz etki yarattığıdır. Bu nedenle yatırım değişkeni olarak firmaların kârları, finansal ödemeleri, satışları, finansal kârları ve borçları modele alınmıştır. Belirtilen bu değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için, literatürde bu amaçla yaygın olarak kullanılan ekonomideki dinamik ilişkilerin daha iyi anlaşılmasına imkan tanınması açısından GMM tekniği kullanılmıştır. Yapılan analizde 2005-2010 döneminde söz konusu değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiş ve bu değişkenlerin finansallaşma hipotezinde öngörülen ilişkilere sahip olduğu gözlenmiştir. Analiz sonucunda, öncelikle her iki modelde de işletmelerin kârlarının ve borçluluk düzeylerinin artması reel sektörün sabit yatırımlarına olumlu bir katkı yaptığı söylenebilir. Fakat bu noktada analize tabi tutulan her iki modelde de finansal kârlarla yatırım oranı arasındaki ilişkinin negatif olduğu sonucuna varılmıştır. Bu durumda finansallaşma değişkenleri olan finansal gelir ve kârlar, finansal gider ve ödemelerin artışının reel sektör yatırımları üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu ve sermaye birikiminde



azaltıcı bir etki yaptığı söylenebilir. Sonuç olarak Türkiye ekonomisini finansallaşma analizi çerçevesinde değerlendirdiğimizde FOİ'in, ekonomideki finansallaşma olgusu ile birlikte faaliyet dışı kârlar elde ettikleri ve bu tip kârlılık düzeyinin yükselmesi yatırım eğilimlerini azaltarak sermaye birikim sürecini olumsuz yönde etkilediği söylenebilir. Finansallaşmanın özel sektör yatırım ve finansman kararlarına bağlı olarak konjonktürel dalgalanmalar gösterebileceği olasılığını da ayrıca göstermektedir.

## **KAYNAKÇA**

Aglietta, M. (2000), "Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions" *Economy and Society*, 29(1), 146–59.

Aglietta, M. and R. Breton (2001), "Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation" *Economy and Society*, 30(4), 433–66.

Akdiş, M. (2000), "Global Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye", Beta Yayın, İstanbul.

Aktan, C. C. ve H. ŞEN (1999), *Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye*, TOSYÖV Yayınları, Ankara.

Akyüz, Y. (2000), "Managing Financial Instability and Shocks", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 219.

Akyüz, Y. (2000), "Financial Liberalization: The Key Issues", UNCTAD Discussion Papers, No: 56.

Akyüz, Y. and K. Boratav (2005), "The Making of the Turkish Crisis" in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Arellano, M. and S. Bond (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58 (2), pp. 227-297.

Blecker, R. (2005), "Financial Globalization, Exchange Rates and International Trade" in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 183–219.

Boratav, K. ve Y. Akyüz (2002), "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 197.



Boyer, R. (2000), “Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis” *Economy and Society*, 29(1), 111–45.

Bryan, D. and M. Rafferty (2006), “Capitalism With Derivatives- A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class”, New York.

Chang, R. (1999), “Understanding Recent Crises in Emerging Markets” *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Second Quarter.

Crotty, J. (2005), “The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and modern financial markets on non-financial corporation performance in the neoliberal era”, in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 77–110.

Crotty, J. and K. Lee (2005), “Economic performance in post-crisis Korea: a critical perspective on neoliberal restructuring” in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 334–53.

D’ Arista, J. (2005), “The Role of the International Monetary System in Financialization, G. Epstein (vd) kitap bölümü, *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, ss.220-39.

Demir, F. (2007), “Private Investment, “Portfolio Choice and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets”, University of Oklahoma, MPRA Paper No. 3835, November.

Demir, F. (2005), “Three Essays On Financial Liberalization, Country Risk And Low Growth Traps In Argentina, Mexico and Turkey, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Graduate Program in Economics, Notre Dame.

Dore, R. (2002), “Stock Market Capitalism and its Discussion”, *New Political Economy*, 7(1), 115–21.

Drobetz, W., R. Fix (2003), “What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland”, WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 4/03.

Duch, R. (2008), “Longitudinal/Panel Data Analysis:Lecture 3 and 4”, (çevrimiçi) [raymond.duch@nu\\_eld.ox.ac.uk](mailto:raymond.duch@nu_eld.ox.ac.uk) [raymondduch.com/class/panel data](http://raymondduch.com/class/panel_data) Erişim tarihi 08.05.2011.

Duménil, G. ve Lévy, D. (2003), “Periodizing Capitalism: Technology, Institutions, and Relations of Production”, [www.jourdan.ens.fr/levy](http://www.jourdan.ens.fr/levy) Erişim tarihi 18.08.2010.





Duménil, G. ve D. Lévy (2005), “Costs And Benefits Of Neoliberalism: A Class Analysis.” in Epstein, G. (Der.) *Financialization And The World Economy*. Northampton, US: Edward Elgar.

Eichengreen, B. (1996), “Globalizing Capital, A History of the International Monetary System”, New Jersey: Princeton University Press.

Eichengreen, B. (1999), “Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda”, Washington, DC: Institute for International Economics.

Epstein, G. (2005), “Financialization and The World Economy”, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Ertürk, İ., J. Froud, S. Johal, A. Leaver and K. Williams (2008), “Financialization At Work: Key Texts and Commentary”, London; New York: Routledge.

Felix, D. (2005), “Why international Capital Mobility Should Be Curbed and How It Could Be Done” in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 384–408.

Fine, B. (2008), “From Financialisation To Neo-Liberalism: Engaging Neo-Liberalism” (School of Oriental and African Studies, University of London) [http://www4.fe.uc.pt/ciclo\\_int/doc\\_08\\_09/02\\_holly\\_book\\_con.pdf](http://www4.fe.uc.pt/ciclo_int/doc_08_09/02_holly_book_con.pdf) Erişim tarihi 03.02.2011.

Frame, W. S., L. J. White (2004), “Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?” *Journal of Economic Literature*. V.42. i.1: 116-144.

Froud, F., C. Haslam, S. Johal & K. Williams (2000), “Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves, Economy and Society”, Volume 29, Issue 1, ss. 80-110.

Froud, J., C. Haslam, S. Johal, K. Williams (2001), “Financialisation and the Coupon Pool” *Gestao & Producao*, V.8, N.3, p. 271-288, University of Manchester.

Grabel, I. (2005), “Averting crisis? Assessing Measures to Manage Financial Integration in Emerging Economies”, G. Epstein (vd) kitap bolumu, *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, ss. 357-83.

Greene, W. H. (2002), “Economic Analysis ABD”, Prentice Hall Yayınları, 2002 Baskı.

Hansen, P. L. (1982), “Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*”, *Journal of the Econometric Society*, 50 (4), 1029-54. <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1912775.pdf> Erişim tarihi: 05.01.2011.



Harvey, D. (2004), “The Condition of Postmodernity: An Enquiry Into The Origins of Cultural Change”, First published 1990 by Blackwell Publishing Ltd. USA.

Harvey, D. (2005), “A Brief History of Neoliberalism”, Oxford, Oxford University Press.

Hasio, C. (2002), “Analysis of Panel Data”, New York: Cambridge University Press. Horne 1985.

Henwood, D. (1997), “Wall Street”, New York: Verso.

Henwood, D. (2003), “After the New Economy”, New York: New Press.

Heywood, A. (2007), “Politics, New York”, Palgrave Macmillan Press.

İMKB, Mali Tablolar (2009 ve öncesi), <http://www.imkb.gov.tr/FinancialTables/companiesfinancialstatements.aspx?sflang=tr> Erişim Tarihi 14.04.2011.

KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) <http://www.kap.gov.tr/yay/ek/index.aspx>, Erişim Tarihi 15.04.2011.

Kotz, D. M. (2008), “Neoliberalism and Financialization” Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, March 29, U.S.A.

Krippner, G. (2005), “The Financialization of the American Economy” Socio-Economic Review, 3(2), 173–208.

Landreth, H. ve D.C. Colander (2003), “History of Economic Thought”, Fourth Edition, Houghton Mifflin Company.

Lapavitsas, C. (2007), “Neoliberal Dönemde Anayolcu İktisat Kuramı, Neoliberalizm”, (Haz. A.S. Filho-D.Johnson), İstanbul, Yordam Kitap.

Lapavitsas, C. (2009), “Financialisation Embroils Developing Countries”, Discussion Paper no: 14, August 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file53083.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file53083.pdf) Erişim tarihi 04.05.2010.

Lapavitsas, C. (2009), “Financialisation, or Search for Profits in the Sphere of Circulation”, Discussion Paper no:10, 11 May 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file51263.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file51263.pdf) Erişim tarihi 04.05.2010.

Lapavitsas, C. (2009), “Financialised Capitalism: Crises and Financial Expropriation”, Discussion Paper no:1, Department of Economics, School of Oriental and African Studies, 15 February 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47508.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47508.pdf) Erişim tarihi 04.05.2010.



Lind, J. (2006), “The Ghent System in the Nordic Countries- Still a Vehicle for Trade Unions to Recruit Members?”, Industrial Relations in Europe Conference (IREC). The Future of Social Models. (Ed. M. Stanojević ve J.N. Bergoç). Conference Proceedings, University of Ljubljana.

Lipietz, A. (1992), *Towards a New Economic Order: Post-Fordism, Ecology and Democracy* (Çev. M. Slater), Oxford University Press, New York.

O’Connell, A. (2005), “The Argentine Financial Crisis in” G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA:Edward Elgar, pp. 289–313.

Onaran, Ö. Stockhammer, E. Graftl, L. (2010), “Financialization, income distribution and aggregate demand in the USA”, Middlesex University Business School, Department of Economics and Statistics, Discussion Paper no. 136, March, London, UK.

Orhangazi, Ö. (2008), “Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector, A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003”, *Cambridge Journal of Economics*, Advance Access Published on April 9, 2008, 32: 3

Orhangazi, Ö. (2008), “Financialization and the US Economy”, Published by Edward Elgar Publishing Limited, UK.

Painceira, P. J. (2009), “Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation”, Discussion Paper no 4, Department of Economics, School of Oriental and African Studies, 15 February 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47511.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47511.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.

Palley, T. I. (2007), “Financialization: What it is and Why it Matters”, Political Economy Research Institute, Working Paper Series, Number 153. [www.peri.umass.edu](http://www.peri.umass.edu)

Paulre, B. (2010), “Crisis In The Global Economy, Financial Markets, Social Struggles, and New Political Scenarios”, USA

Sennett, R. (1998), “Corrasion of Character: The Personel Consequencences of Work In the New Capitalism”, W. W. Norton and Co, New York.

Skott, P. and S. Ryoo (2008), “Macroeconomic Implications of Financialization”, Working Paper, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA.



Stockhammer, E. (2004), “Financialization and the Slowdown Of Accumulation”, Cambridge Journal Of Economics vol. 28 (5), pp. 719-741.

Stockhammer, E. (2007), “Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation”, unpublished manuscript, Dept. of Economics, VWI, Wirtschaftsuniversitat, Wien, Austria, July 16.

Verbeek, A. (2004), A Guide to Modern Econometrics”, West Sussex: John Wiley & Sons.

Wade, R. (2007), “A New Global Financial Architecture?”, *New Left Review*, N. 46, ss. 113–129.

Wade, H. R. (2005), “The March of Neoliberalism and What to do About It,” draft paper for plenary talk at conference Beyond ‘Deregulation’: Finance in the 21st Century, University of Sussex, 26-28 May 2005.

Wooldridge, J. (2001), “Applications of Generalized Method of Moments Estimation” *Journal of Economic Perspectives*, 15, 4 Erişim: 14.07.2011 <http://www.e-jep.org/archive/1504/15040087.pdf>.

## **EKLER**

### **Ek 1: Araştırmada Kullanılan Veri Seti**

	<b>FİRMA KODU</b>	<b>FİRMA ADI</b>
1	ADANA	ADANA ÇİMENTO
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK
3	AEFES	ANADOLU EFES
4	AFYON	AFYON ÇİMENTO
5	AKALT	AKAL TEKSTİL
6	AKCNS	AKCANS A
7	AKSA	AKSA
8	ALCAR	ALARKO CARRIER
9	ALKA	ALKIM KAĞIT
10	ALKIM	ALKIM KİMYA
11	ALTIN	ALTIN YILDIZ
12	ANACM	ANADOLU CAM
13	ARCLK	ARÇELİK
14	ARSAN	ARSAN TEKSTİL

15	ASUZU	ANADOLU ISUZU
16	ATEKS	AKIN TEKSTİL
17	AYGAZ	AYGAZ
18	BAGFS	BAGFAS
19	BAKAB	BAKAB AMBALAJ
20	BANVT	BANVİT
21	BFREN	BOSCH FREN
22	BISAS	BISAS TEKSTİL
23	BOLUC	BOLU ÇİMENTO
24	BOSSA	BOSSA
25	BRISA	BRISA
26	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN
28	BSHEV	BSHEV EV ALETLERİ
29	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO
30	BTCIM	BATI ÇİMENTO
31	BUCIM	BURSA ÇİMENTO
32	BURVA	BURÇELİK VANA
33	CCOLA	COCA COLA İÇECEK
34	CELHA	ÇELİK HALAT
35	CEMTS	CEMTAS
36	CIMSA	CIMSA
37	CMBTN	ÇİMBETON
38	CMENT	ÇİMENTAŞ
39	DENCM	DENİZLİ CAM
40	DENTA	DENTAS AMBALAJ
41	DERIM	DERİMOD
42	DESA	DESA DERİ
43	DEVA	DEVA HOLDİNG
44	DGZTE	DOĞAN GAZETİCİLİK
45	DITAS	DİTAŞ DOĞAN
46	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM
47	DOBUR	DOĞAN BURDA
48	DOGUB	DOGUSAN
49	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ
50	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI



51	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ
52	EGGUB	EGE GÜBRE
53	EGPRO	EGE PROFİL
54	EGSER	EGE SERAMİK
55	EMKEL	EMEK ELEKTRİK
56	EMNIS	EMİN İŞ AMBALAJ
57	ERBOS	ERBOSAN
58	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK
59	ERSU	ERSU GIDA
60	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM
61	FMIZP	F.M. İZMİT PİSTON
62	FRIGO	FRİGO PAK GIDA
63	GENTS	GENTAŞ
64	GEREL	GERSAN ELEKTRİK
65	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK
66	GOLTS	GOLTAŞ ÇİMENTO
67	GOODY	GOOD YEAR
68	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI
69	HEKTS	HEKTAŞ
70	HURGZ	HÜRRİYET GAZETESİ
71	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER
72	IDAS	İDAŞ
73	IPMAT	İPEK MATBAACILIK
74	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
75	IZOCM	İZOCAM
76	KAPLM	KAPLAMİN
77	KARSAN	KARSAN OTOMOTİV
78	KARTN	KARTONSAN
79	KERVIT	KEREVİTAŞ
80	KLBMO	KELEBEK MOBİLYA
81	KLMSN	KLİMASAN KLİMA
82	KNFRT	KONFURT GIDA
83	KONYA	KONYA ÇİMENTO
84	KORDS	KORDSA
85	KRDMD	KARDEMİR
86	KRSTL	KRİSTAL KOLA

87	KRTEK	KARSU TEKSTİL
88	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN
89	LUKSK	LÜKS KADİFE
90	MAKTK	MAKİNA TAKIM
91	MEMSA	MENSA MENSUCAT
92	MNDRS	MENDERES TEKSTİL
93	MERKO	MERKO GIDA
94	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO
95	MRSHL	MARSHALL
96	MRTGG	MERT GIDA
97	MTEKS	METEMTEKS
98	MUTLU	MULU AKÜ
99	NUHCM	NUH ÇİMENTO
100	OLMKS	OLMUKSA
101	OTKAR	OTKAR
102	PARSN	PARSAN
103	PENGD	PENGUEN GIDA
104	PETKM	PETKİM
105	PETUN	PINAR ET VE UN
106	PIMAS	PİMAŞ
107	PINSU	PINAR SU
108	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO
109	PTOFS	PETROL OFİSİ
110	SARKY	SARKUYSAN
111	SASA	ADVANSA SASA
112	SERVE	SERVE KIRTASIYE
113	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ
114	SKTAS	SÖKTAŞ
115	SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU
116	SODA	SODA SANAYİ
117	SONME	SÖNMEZ FILAMENT
118	TATKS	TAT KONSERVE
119	TBORG	T. TUBORG
120	TOASO	TOFAŞ OTO FAB.
121	TRKCM	TRAKYA CAM
122	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR



123	TUDDF	T. DEMİR DÖKÜM
124	TUKAS	TUKAS
125	TUPRS	TUPRAŞ
126	ULKER	ÜLKER BİSKUVİ
127	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
128	USAK	UŞAK SERAMİK
129	VESTL	VESTEL
130	VKING	VİKİNG KAĞIT
131	YATAS	YATAŞ
132	YUNSA	YÜNSA