

# Gelişmekte Olan Ülkelerde Rantiye Kapitalizminin Yükselişi ve Reel Sektörün Finansallaşması

Fırat DEMİR\*  
Çev: Berk MESUTOĞLU

## 1. Giriş

*Malın satılarak paraya çevrilmesindeki sorun, bir mal için paraya dönüştürülme zorunluluğu bulunmasına karşın paranın hemen mala dönüştürülme zorunluluğunun bulunmamasından, dolayısıyla alım ve satımın birbirinden ayrılabilir olması kaynaklanmaktadır... bu durum kriz olasılığını içinde barındırmaktadır. Kriz, üretim sürecinin birbirinden bağımsız hale gelmiş evrelerinin birliğini zorla iddia etmekten başka bir şey değildir. (Marx 1968:509, vurgular sonradan eklenmiştir)*

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik ve özellikle finansal görünüm 1980'li yılların başlarından ve 1990'lardan bu yana köklü bir değişime uğramıştır. Günlük döviz alım-satım işlemleri hacmi hızla artarken, reel ve finansal sektör faaliyetleri arasında sürekli büyüyen açıklık birlikte 1973 yılında 2'ye 1 olan yıllık döviz işlemleri hacminin dünya ticaretine oranı 1980 yılında 10:1'e ve 2004 yılında 90:1'e yükselmiştir. Aynı dönemde, döviz işlemleri hacmi/küresel GSYİH oranı 2004 yılı itibarıyla 17:1'e ulaşmıştır (Bank for International Settlements 2005; World Bank 2006).

\* Dr., Oklahoma Üniversitesi İktisat Bölümü

Uluslararası finansal işlemlerdeki toplam genişlemeyi yansıtan brüt rakamlar bir yana bırakılırsa, gelişmekte olan ülkelere net kaynak girişi anlamında geçen on yıllık dönemin karnesi etkileyici olmaktan uzaktır. 1993 ve 2004 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelik net finansal kaynak transferi, -98 milyar ABD dolarlık bir yıllık ortalama ile toplam -1.177 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir (United Nations 2005). Genellikle *hayırhahlıkla* değerlendirilen bir akım türü olan doğrudan yabancı yatırımların (FDI) ise çoğunlukla gelişmiş ülkeler arasında gerçekleştiği görülmektedir. Örneğin, 2004 yılı itibarıyla FDI girişlerinin (Çin hariç tutulduğunda) yüzde 94'ü gelişmiş ülkelere yönelik olarak gerçekleşmiştir (United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD] 2005).

Sermaye ithal eden ülkeler arasında 2005 yılı itibarıyla Birleşik Devletler yüzde 65'lik payla açık ara önde bulunmaktadır (International Monetary Fund [IMF] 2006). Buna karşın, dünyadaki çeşitli ülkelerin yabancı sermaye çekebilmek için neoliberal politikalar benimsemeye giderek artan hızda devam ettikleri görülmektedir: 2004 yılında 102 ülkede ulusal düzeyde gerçekleştirilen 271 adet düzenleme değişikliğinin yüzde 87'si yabancı firmaların girişini ve faaliyetini kolaylaştırıcı niteliktedir. 1991 ve 2004 yılları arasındaki dönemde 64 ülkede gerçekleştirilen yıllık ortalama yasal değişiklik sayısı 154 olup bunun yüzde 93'ü FDI lehine değişikliklerdir (UNCTAD 2005).

Bununla birlikte, finansal krizlerin ölçek ve sıklığındaki artışla beraber küresel dengesizliklere yönelik uyarı sinyalleri de artmaya devam etmektedir. Nitekim, IMF'ye üye 181 ülkenin neredeyse dörtte üçü 1980 ve 1995 yılları arasında en az bir kez bankacılık krizi veya "ciddi bankacılık sorunu" yaşamıştır (Felix 1998: 164).

Finansal sektör faaliyetlerinde, küresel sermaye hareketlerinde ve finansal istikrarsızlıkta görülen bu önemli artış, finansal hareketler ile yatırım-büyüme performansı arasındaki makro etkileşimler üzerine odaklanan ancak mikro düzeyde gerçekleşen değişimleri ele almayan çok sayıda çalışmanın yapılmasına yol açmıştır.

Bu çalışmada, söz konusu dönem içerisinde reel sektör firmalarının da temelde reel sektör faaliyetleri ile uğraşan bir yapıdan finansal rantiyeciliğe doğru köklü bir başkalaşım geçirdikleri ileri sürülmektedir. Nitekim, bu dönüşümü açıklamaya çalışan ve "finansallaşma" yazını olarak sınıflandırılabilir artan sayıda araştırma bulunmaktadır (bakınız Crotty 2005; Dumenil ve Levy 2005; Epstein ve Jayadev 2005; Felix 1998). Bu çerçevede, *finansallaşmanın* temel ayırt edici özellikleri (a) reel sektör firmalarının kısa vadeli finansal varlık edinimlerdeki artış, (b) sabit sermaye yatırımı oranlarında azalış ve (c) finansal sermaye reel getiri oranının sabit sermaye getiri oranının üzerinde artış göstermesi olarak özetlenebilir.

Çalışma kapsamında, finansal serbestleşme reel sektördeki uzun dönemli yatırımları teşvik edip canlandırarak reform programlarının (yüksek oranlı oynaklık gibi) olumsuz etkilerini giderir mi yoksa yeni çarpıklıklar yaratarak büyümeyi daha da mı güçleştirir sorusu ele alınmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin tecrübelerine ilişkin mikro düzeyde analiz bulunmadığı göz önünde tutularak, finansal serbestleşmenin ilk başlatıldığı ve tecrübeleri geliştirmekte olan ülke piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik tezler için kuramsal ve ideolojik temel teşkil eden üç *gelişen piyasa* – Arjantin, Meksika ve Türkiye – üzerinde odaklanılmıştır. Araştırma kapsamında, yalnızca finansallaşma yazınına geliştirmekte olan ülkeler konusunda ampirik katkı sağlanması değil, fakat aynı zamanda daha önceki araştırmacıların muhasebe veri madenciliği alanında karşılaştığı bazı kısıtlamaların üstesinden gelinmesi de umulmaktadır.

Çeşitli kaynaklarda da gösterildiği gibi, geliştirmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme, ardında şu ciddi darboğazları bırakmıştır: (a) uzun vadeli kredi imkânının olmayışıyla kredi piyasasındaki sorunların sürüp gitmesi ve (b) temel makro ve mikro fiyatlarda yüksek seviyelerde belirsizlik ve oynaklık. Bu koşullar altında, serbestleşme programı sonrasında *reel sektör firmaları* iki yatırım türü arasında bir portföy tahsisi sorunu ile karşı karşıya bulunmaktadır: sabit sermaye yatırımları ve bunun karşısında finansal yatırımlar. Bu çalışmanın hareket noktası, artan makroekonomik belirsizliğin ve oynaklığın, kredi imkanlarının olmayışının ve mal piyasasında artan rekabetin, finansal sektörlerdeki daha yüksek getiri imkânları ile bir arada reel yatırım projelerinin aleyhine rantıye tipi finansal yatırımları teşvik ediyor olabileceğidir. Diğer bir deyişle, yurtiçi katılıkların da etkisiyle finansal serbestleşme programları, reel sektör tasarruflarının uzun vadeli sermaye oluşumu yerine kısa vadeli spekülasyon yatırımlara kanalize olmasının bir aracı haline dönüşüp reel sektördeki sermaye birikimi modelini değiştirebilir.

Çalışma kapsamında ayrıca, sabit ve finansal yatırımlardan elde edilen kârların kredi kısıtları altında yeni sabit sermaye yatırım kararları üzerinde değişik etkilere sahip olabilecekleri ileri sürülerek nakit akımları ve reel yatırımlar arasındaki ilişki konusunda literatürdeki bulgular da tartışmaya açılmaktadır. Buradaki temel itiraz noktası, kaynak tahsisi sırasında eğer bu iki tip yatırım alternatifi ile karşı karşıya iseler reel sektör firmalarının kararının bunlara ait getiri oranlarına bağlı olacaktır. Bu çerçevede, esas faaliyet kârları sabit sermaye yatırımlarının finansmanı için olası bir kaynak teşkil etmekle birlikte bu durumun finansal faaliyet kârları için mutlaka geçerli olmadığı ortaya konulması beklenmektedir.

Sonuç olarak, reel sektör yatırım kararlarındaki kısa dönemli çarpıklıklar rantıye

tipi yatırımları teşvik ederek *finansallaşmaya* ve böylece bir *sanayisizleşme sürecine* yol açabilmektedir.

## 2. Finansal Serbestleşme, Büyüme ve Yatırım

Altında yatan nedenlere ilişkin genel bir anlaşma bulunmasa da, Keynesçiliğin altın çağının ardından hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme ve yatırımlarda yavaşlama görüldüğü konusunda herhangi bir görüş ayrılığı bulunmamaktadır. Bu dönemde, Birleşik Amerika'da büyük ölçüde finansal serbestleşme sayesinde, finansal firmaların kârlarının finansal olmayan firmaların (NFC) kârlarına oranı 1950'lerin başlarında ve 1960'larda yüzde 15 civarında iken 2001 yılında yüzde 50'ye yükselmiştir (Crotty 2005). Rakamlar, aynı zamanda finansal firmaların rant gelirlerinde bir sıçrama gözlediğimiz diğer gelişmiş ülkelere ait rakamlarla benzerlik göstermektedir (Epstein ve Jayadev 2005).

Büyüme-serbestleşme ilişkisi açısından, sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin yüksek gelir grubundaki ülkeler için büyüme üzerinde olumlu yönde güçlü bir etkisi var gibi görünmekle birlikte, gelişmekte olan ülkeler için bu yönde yeterli kanıt bulunmamaktadır (Durham 2002; Edwards 2001; Rodrik 1998). Finansal serbestleşme programlarının net etkisinin, başlangıçtaki neoklasik öngörülerin aksine, daha yüksek reel faiz oranları, kredilerde süreklilik kazanan bir daralma, uzun vadeli kredi imkânının kalmaması (Demir 2004; Economic Intelligence Unit 2003a, 2003b; Fanelli, Rozenwurcel ve Simpson 1998) ile riskin ve temel makro fiyatlardaki belirsizliğin artması (Calvo, Leiderman ve Reinhart 1993; Frenkel ve Rozada 2000; Gabriele, Boratav ve Parikh 2000) olduğu görülmektedir. Söz konusu dönemde "finansal piyasaların büyümeyi azalttığı, kârlılığı düşürdüğü ve finansal olmayan büyük firmaların uzun vadeli planlama yapma imkânını daralttığı" yönünde giderek artan sayıda bulgu vardır (Crotty 2005: 7; ayrıca bakınız Demir 2007).

Marxist analize göre, PMP (para – mal – para artı kar) çevrimi de finansallaşma sürecini açıklamak için kullanılabilir. Buna göre, sermaye (yukarıda tartışılan nedenlerle) PP'yi (para – para artı faiz) elde etmek için, yeniden mal şeklinde sermayeye dönüşmeksizin likit kalmayı tercih edebilir<sup>1</sup>. Bu bağlamda, ayrıca Keynesçi bir bakış açısından, finansal serbestleşmeyi izleyen dönemde artan oynaklık, yatırımcıların spekülâtif kazanç elde etmek veya aşırı riskten kaçınmak için zaman ufkunu daraltarak oynaklığı artırımlarıyla kendi kendini daha da şiddetlendirebilir. Sonuç olarak, makro düzeyde artan oynaklık reel sektör yatırımlarında bir yavaşlamaya yol açabilmektedir (Keynes 1964: bölüm 12).

<sup>1</sup> Marxist kriz kuramında finansal aracılığın rolüne ilişkin bir tartışma için, bakınız Crotty (1985).

### 3. Ampirik İnceleme

Yukarıdaki tartışmaların ışığında, öncelikle serbestleştirilmiş bir yurtiçi piyasada bir *reel sektör* firmasının karşı karşıya olduğu finansal ve reel yatırım alternatifleri arasında ayrıma gidilecektir. İkinci olarak, esas ve esas olmayan faaliyetlerden elde edilen kârların reel sektör firmalarının sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkileri analiz edilirken bunlar arasında ayırım yapılarak finansal kısıtların yatırım kararları üzerinde yarattığı sonuçlar incelenecektir.

İzleyen bölümde finansal kâr, faiz hariç finansal giderler düşülerek hesaplanmış net finansal gelir olarak tanımlanmaktadır. Bir başka deyişle, temettü geliri ile faiz gelirlerini, net kambiyo gelirlerini ve ilgili zarar ve giderlerden arındırılmış diğer faaliyet gelirlerini içermektedir. Esas faaliyet kâr faaliyet gelirlerinden satış maliyetleri ve faaliyet giderleri düşülerek hesaplanmaktadır. Finansal varlıklar cari varlıkları ve kısa vadeli yatırım araçlarını (hisse senedi, hazine bonosu, devlet tahvili vb.) kapsamaktadır. Net sabit varlıklar ise arsa ve amortismanlar düşülmüş mevcut sermaye stokunu ifade etmektedir.

Böylece, her bir ülke için aşağıdaki hipotezlerin geçerliliği ayrı ayrı sınanmaktadır:

1. Finansal serbestleşme reel sektör firmalarını uzun vadeli sabit varlıklar yerine kısa vadeli likit varlıklara daha fazla yatırım yapmaya teşvik etmektedir. Buna neden olan başlıca faktörler (a) finansal piyasalarda artan getiri oranlarının varlığı, (b) temel makro fiyatlarda ve ülke riskinde artan istikrarsızlık ve belirsizlik ve (c) uzun vadeli kredi imkânının bulunmamasıdır. Ampirik inceleme kapsamında, reel sektör firmalarının portföylerinin finansal ve sabit varlıklar arası dağılımındaki değişiklikler söz konusu üç faktör ışığında analiz edilmelidir. Bu çerçevede, ilişki denklem (1) aracılığıyla sınanmaktadır:

$$fafa_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CR_t + \alpha_2 P_{it} + \alpha_3 S_{it} + \alpha_4 C_t + \alpha_5 ICF_t + \alpha_6 V_t + d + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Tüm denklemler için,  $i = 1, \dots, N$  ve  $t = 1, \dots, T$  sırasıyla kesit verilerini ve zaman serisi verilerini ifade etmektedir. Burada,  $\alpha_i$  firma-özel etkiyi,  $d$  zaman, dönem ve sektör-özel etkiler vektörünü ifade etmektedir.

$fafa_{it}$  finansal varlıkların sabit varlıklara oranı olup reel sektör firmalarının portföy kompozisyonu konusundaki tercihlerini yansıtmaktadır.

$CR_t$  ülke riski ile makro istikrarsızlık ve belirsizliğe ilişkin değişik ölçütlerin vektörünü ifade etmektedir (imalat sanayi enflasyonunda ve reel kurlardaki belirsizlikler dâhil).



*Pit* değişik varlıklara ilişkin kârlılık ölçütlerini temsil etmekte ve finansal varlıkların reel getiri oranını (RRRF) ile sabit varlıkların getiri oranını (RRK) içermektedir. RRRF'nin pozitif bir katsayıya sahip olması beklenmekte olup bu durum, finansal varlıklar getiri oranının artmasının firmaları yatırımlarının daha fazla kısmını finansal varlıklara yöneltmeleri konusunda teşvik ettiği anlamına gelmektedir. Öte yandan, RRK için tam tersi bir etki beklenmektedir.

*Sit* toplam talep değişkenlerini yansıtmakta ve firma başına net satışları ve reel GSYİH büyümesini içermektedir.

*Ct* bankacılık sektörünün özel sektöre yönelik kullandığı toplam kredilerin GSYİH'ye oranıdır.

*ICFt* uluslararası sermaye akımlarını ifade etmekte ve net reel kısa vadeli sermaye girişlerini (SCF) ve yurtdışında yerleşiklerce gerçekleştirilen yabancı doğrudan yatırımları içermektedir.

*Vt* kontrol değişkenleri vektörünü temsil etmekte olup sabit yatırım mallarının nispi fiyatını yansıtan *KP*'yi kapsamaktadır; *RW* reel ücretleri, *TO* ticarete dışa açıklığın düzeyini yansıtmak üzere ihracat ve ithalat toplamının GSYİH'ye oranını ifade etmektedir.

2.Eğer Hipotez 1 doğru ise, finansal kârların toplam kâr içindeki ağırlığı beklenen risk algılamalarına, ülke riskine ve finansal piyasalardaki getiri oranına da bağlı olmalıdır. Bu nedenle, belirsizlikler ve riskler altında firma kârlılığı finansal kâr ve esas faaliyetlerden elde edilen kârın toplam kâr içerisinde değişen payları ile yakın bir bağlantıya sahip olmalıdır. Bu ilişki denklem (2) ile sınanmaktadır:

$$fpns_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CR_t + \alpha_2 GDP_t + \alpha_3 C_t + \alpha_4 ICF_t + \alpha_5 V_t + d + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Burada, *fpnsit* finansal kârların net satışlara oranıdır.

*CRt*, *ICFt*, ve *Ct* denklem (1)'dekilerle aynı değişkenleri ifade etmektedir.

*GDPt*, GSYİH'nin reel büyüme oranıdır.

*Vt* kontrol değişkenleri vektörü olup bu değişkenler şunlardır: *Inf* imalat sanayi enflasyonudur ve finansal kârları enflasyondan kaynaklanan değişikliklerden arındırmak amacıyla kullanılmıştır; *G* konsolide kamu bütçe dengesidir; *RW* reel ücretler ve *TO* ticarete dışa açıklığı ve dış ticaret hadlerini yansıtmaktadır.

3.Hipotez 1 ve hipotez 2 doğru olsa bile, bu (finansallaşma) reel sektör firmaları için mutlaka olumsuz bir gelişme anlamına gelmeyebilir. Örneğin, finansal yatırımlar ve finansal kârlar yükselen risk ve belirsizlik ile beraber artıyorsa, bu durum özel firmaların toplam kârlılığı üzerinde dengeleyici bir etki yaratarak (mevcut sermaye piyasası aksaklıkları göz önünde tutulduğunda) yeni yatırım kararlarını olumlu etkileyebilir. Bu nedenle, nakit akımı/yatırım ilişkisinin, nakit akımı ve kâr ölçütlerine ilişkin tüm unsurların yatırımlar üzerinde aynı etkiye sahip olduğu varsayılmaksızın yeniden analiz edilmesi gerekmektedir.

Buna ilave olarak, belirsizliğin ve ülke riskinin özel sabit yatırım kararları üzerindeki etkilerine ilişkin diğer çalışmaları tekrarlanmıştır. Böylece, hipotez 1 kapsamında, artan risk veya belirsizlik karşısında özel firmaların yeni sabit sermaye yatırımlarına ilişkin harcamalarını kısmaları beklenmektedir.

Söz konusu ilişki şu denklemle tahmin edilmektedir:

$$I_{it} = \alpha_1 I_{it-1} + \alpha_2 I_{it-2} + \alpha_3 KO_{it-1} + \alpha_4 KO_{it-2} + \alpha_5 CR_t + \alpha_6 P_{it} + d + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Bu denklemin sol tarafındaki değişken  $i$  firmasının  $t$  yılındaki reel net sabit sermaye yatırımını ifade etmekte ve sabit fiyatlarla net sabit sermaye stokunun logaritmik farkı ( $\Delta \ln I_{it}$ ) ile ölçülmektedir.

$KO_{it}$  sermaye/çıktı oranı olup çıktı ve sermaye arasında, kısa dönemde dalgalanmakla birlikte, uzun vadede belli bir orantı bulunduğu varsayımına dayanmaktadır.

$P_{it}$  gelecekteki kârlılığa ilişkin beklentileri ve finansal kısıtların etkilerini yansıtan bir grup kârlılık ölçüsüdür. Değişken, (a) hem finansal kısıtların ve likidite kısıtlarının etkilerini hem de farklı türde yatırımların (finansal ve reel) kârlılıklarındaki değişikliklerin etkilerini yansıtmak üzere finansal kârların ve esas faaliyet kârlarının başlangıçtaki sermaye stokuna cari ve gecikmeli oranlarını ve (b) sabit (RRK) ve finansal (RRRF) varlıkların getiri oranlarını kapsamaktadır. Burada RRRF sadece esas faaliyet dışında elde edilen kârların gelecekteki düzeyine ilişkin piyasa sinyallerini değil, aynı zamanda sabit sermaye yatırımlarına ilişkin fırsat maliyetlerinin etkilerini de içinde barındırmaktadır. Böylece, finansal varlıkların getiri oranının sabit sermaye yatırımlarının fırsat maliyetini ve gelecekteki kârlılığı yansıttığı ölçüde negatif yönde bir katsayıya sahip olması beklenmektedir.

$CR_t$  ve  $d$  daha önce tanımlandığı gibidir.

### 3.1 Veri

Veri seti Arjantin, Meksika ve Türkiye'deki halka açık sanayi firmalarının denetimden geçmiş mali tablolarından yararlanılarak oluşturulmuştur ve dönemsel olarak tam örtüşmemektedir. İncelenen dönem altı aylık olmak üzere Arjantin için 1991:1-2001:2, Meksika için 1990:1-2003:2 ve Türkiye için 1992:1-2003:2'dir. Kârlılıktaki (özellikle finansal) ve risk koşullarındaki değişikliklerin firmaların yatırım pozisyonları üzerindeki etkilerini görebilmek amacıyla altı aylık veri kullanılmıştır. Çoğu imalatla ilgili faaliyetlerde olmak üzere kapsamdaki firmaların tamamı sanayi firmalarıdır. Nihai veri setinde sırasıyla 66, 80 ve 179 adet firma yer almaktadır.

### 3.2 Tahmin

Hipotez 1 ve 2'yi sınamak için, değişkenler arasındaki muhtemel parametre içselliğini kontrol etmek amacıyla bir araç değişkenler yöntemi uygulanmıştır. Tahmin amacıyla iki aşamalı en küçük kareler yönteminden yararlanılmıştır. Tüm regresyonlar başlangıçta zaman, dönem ve sanayi için kukla değişkenlerini içermektedir. Denklem (3) için parametre içselliğini ve aynı zamanda gecikmeli  $I$  ve firmaya özgü etkiler ile hata terimleri arasındaki korelasyonu gidermek için, Arellano ve Bover'in (1995) ortogonal sapmalar dönüşümü kapsamında genelleştirilmiş momentler yöntemi tahmin edicisi kullanılmıştır.

## 4. Bulgular<sup>2</sup>

### 4.1 Hipotez 1

Her üç ülke için de, hem artan ülke riskinin, belirsizliğin ve temel makro fiyatlardaki oynaklığın hem de artan faiz oranlarının finansal yatırımları sabit sermaye yatırımlarına göre daha fazla teşvik ettiği bulunmuştur. Beklendiği gibi, firmalar yatırım kararlarını verirken finansal yatırımların ve sabit sermaye yatırımlarının getiri oranlarını da dikkate almaktadırlar. Kredi imkânlarının etkisine bakıldığında, kredi imkânlarında artışın *fafa*'yı önemli oranda düşürmekte olduğu görülmektedir. Toplam talebin ve büyümenin etkileri açısından ise, GSYİH büyümesinin ve artan satışların *fafa* oranını dikkate değer derecede düşürdüğü ortaya çıkmaktadır. Son olarak, Arjantin ve Meksika'da SCF finansal varlıkların sabit varlıklara oranını (*fafa*) artırmakla birlikte, Türkiye örneğinde düşürmektedir. Diğer taraftan, tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların *fafa* oranını ciddi ölçüde artırdığı görülmektedir.

<sup>2</sup> Ayrıntılı regresyon sonuçları yazardan temin edilebilir.



## 4.2 Hipotez 2

Bulgular artan ülke riskinin, belirsizliğin, reel kurdaki ve üretici fiyatlarındaki oynaklığın ve faiz oranlarındaki yükselişin *fpns* oranını artırdığını göstermektedir. Buna mukabil, GSYİH büyümesindeki veya kredi imkânlarındaki artışın finansal kârların payını azalttığı görülmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri değişkeni açısından ise, üç ülkede de girişlerdeki artışın finansal kârları esas faaliyet kârlarına göre daha fazla artırdığı ortaya çıkmaktadır.

## 4.3 Hipotez 3

Bulgular, esas faaliyet kârlarının sabit sermaye yatırımları üzerinde önemli etkiye sahip olduğu üç örnekte de kredi kısıtlarının varlığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, finansal kârların etkisinin yönü ve/veya büyüklüğü esas faaliyet kârlarınınkinden ciddi şekilde farklılık göstermektedir. Arjantin ve Meksika örneklerinde birbirine yakın katsayılar olmak üzere, finansal kârlar ve özel yatırımlar arasında ters yönlü güçlü bir ilişki saptanmıştır. Öte yandan, Türkiye örneğinde, aynı yönde bir ilişki bulunmuş olup bu durum, finansal kârların gerçekten yeni yatırımların finansmanı için kullanıldığına işaret etmektedir. Ancak, finansal kârların sabit sermaye yatırımları üzerinde esas faaliyet kârlarına göre yaklaşık onbeş kat daha küçük bir etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Sabit ve finansal varlıkların getiri oranlarının etkilerine bakıldığında, üç örnekte de, finansal varlık getiri oranlarındaki artışın sabit sermaye yatırımlarını azalttığı, oysa sabit varlık getiri oranı için bunun tersinin geçerli olduğu görülmektedir.

Son olarak, ülke riskinin ve belirsizliğin etkileri incelendiğinde, ampirik bulgular daha önceki araştırmaların sonuçlarını doğrulamakta ve risk/belirsizlik ile özel yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı ters yönde bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir.

## 5. Sonuç

Yukarıdaki bulgular finansallaşma hipotezini ampirik olarak desteklemekle kalmamakta, aynı zamanda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki gelişme çizgilerinin kimi farklılıklarına da dikkat çekmektedir. Kanımızca, finansallaşma olgusu ve finansal olmayan firmaların yatırım planlaması faaliyetlerinin azalması, temelde finansal piyasalardaki kısa vadeli yüksek getirilere olduğu kadar artan riske ve belirsizliğe bağlı olarak da ortaya çıkmıştır. Ticarete ve sermaye hareketlerinde sağlanan serbestleşme nedeniyle ürün piyasasında görülen rekabet artışı da bu süreci desteklemiştir. Bununla birlikte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında bu

bakımdan birtakım benzerlikler de mevcuttur. Her iki grup ülkede de finansallaşma, artan faiz maliyetlerinin kârlılık oranlarında yarattığı düşüşe finansal olmayan firmalarca verilen bir tepki gibi görünmektedir. Dumenil ve Levy (2005) tarafından yapılan tahminlere göre, 1980'lerin ortalarından bu yana kârların yüzde puan olarak Fransa'da 2,4'ü ve Birleşik Devletler'de 1,7'si faiz ödemeleri yüzünden kaybedilmiştir. Bu bakımdan, borç yüklerini azaltmak amacıyla bizzat finansal olmayan firmaların birer rantiyeci haline geldiği ileri sürülebilir. İkinci bir ortak özellik, finansal serbestleşmeyi izleyen dönemde finansal sektör firmalarının kârlılığında finansal olmayan firmalara göre gözlenen artıştır. Crotty (2005), Birleşik Devletler'de finansal olmayan firmaların portföy gelirlerinin nakit akımına oranının 1960'lı yıllarda yüzde 14 civarında iken 1990'lı yılların sonlarında yüzde 37 civarına ulaştığını göstermektedir. Benzer şekilde, Türkiye örneğinde finansal gelirlerin net kâr içindeki payı 1982 yılındaki yüzde 15'lik seviyesinden 2001 yılında yüzde 547'ye fırlamıştır.

Bu bulgular ışığında, finansal sistemin ulusal (ve yabancı) tasarrufları finansal yatırımlar yerine üretken yatırımlara yönlendirecek tarzda yeniden düzenlenmesine şiddetle ihtiyaç bulunduğu görülmektedir. Bunu gerçekleştirmeye yönelik olarak şu politika önerilerinde bulunulabilir: (a) finansal piyasalarda ve uluslararası sermaye hareketlerinde keskin dalgalanmalar önlenerek makro ve mikroekonomik istikrar sağlanmalıdır, (b) reel faiz oranları düşürülmelidir, (c) reel sektör firmalarının uzun vadeli yatırım finansmanına erişimini sağlayacak kredi kanalları açılmalıdır, (d) reel yatırım projelerinin özel fonlara erişim imkânlarından dışlanmasını veya faizlerdeki artış önlemek için kamu kesimi borçlanma gereği azaltılmalıdır.

## Referanslar

- Arellano, M. ve O. Bover. 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics* 68: 29-51.
- Bank for International Settlements. 2005. Triennial central bank survey. Basel, Switzerland: Author.
- Calvo, G. A., L. Leiderman ve C. M. Reinhart. 1993. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors. *IMF Staff Papers* 40: 108-51.
- Crotty, J. 1985. The centrality of money, credit and financial intermediation in Marx's crisis theory. In *Marxian political economy: Essays in honor of Harry Magdoff and Paul Sweezy*, ed. S. Resnick and R. Wolff, 45-82. New York: Autonomedia.
- . 2005. The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and "modern" financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. In *Financialization and the world economy*, ed. G. Epstein, 77-110. Northampton, MA: Edward Elgar.
- Demir, F. 2004. A failure story: Politics and financial liberalization in Turkey, revisiting the revolving door hypothesis. *World Development* 32: 851-69.

- . 2007. Determinants of manufacturing firm profitability under uncertainty and macroeconomic volatility: Evidence from an emerging market. Mimeo, University of Oklahoma.
- Dumenil, G. ve D. Levy. 2005. Costs and benefits of neoliberalism: A class analysis. In *Financialization and the world economy*, ed. G. Epstein, 17–45. Northampton, MA: Edward Elgar.
- Durham, J. B. 2002. The effects of stock market development on growth and private investment in lower-income countries. *Emerging Markets Review* 3: 211–32.
- Economic Intelligence Unit. 2003a. Country finance, Mexico. London: Author.
- . 2003b. Country finance, Turkey. London: Author.
- Edwards, S. 2001. Capital flows and economic performance: Are emerging economies different? NBER Working Paper 8076. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Epstein G. A. ve A. Jayadev. 2005. The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, central bank policy and labor solidarity. In *Financialization and the world economy*, ed. G. Epstein, 46–74. Northampton, MA: Edward Elgar.
- Fanelli, J. M., G. Rozenwurcel, ve L. M. Simpson. 1998. Financial reform in developing countries: Argentina. In *Financial reform in developing countries*, ed. J. M. Fanelli and R. Medhora, 31–56. New York: St. Martin's Press.
- Felix, D. 1998. Asia and the crisis of financial globalization. In *Globalization and progressive economic policy*, ed. D. Baker, G. Epstein, and R. Pollin, 163–91. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Frenkel, R. ve M. G. Rozada. 2000. Balance of payments liberalization: Effects on growth, employment and income in Argentina. CEPA Working Paper Series 1(13) (February). New York: Center for Economic Policy Analysis, New School University.
- Gabriele, A., K. Boratav ve A. Parikh. 2000. Instability and volatility of capital flows to developing countries. *The World Economy* 23: 1031–56.
- International Monetary Fund. 2006. Global financial stability report. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Keynes, J. M. 1964. *The general theory of employment, money and interest*. New York: Harcourt Inc.
- Marx, K. 1968. *Theories of surplus value*, vol. II, ch. XVII. Moscow: Progress Publishers.
- Rodrik, D. 1998. Who needs capital account convertibility? In *Should the IMF pursue capital account convertibility? Essays in International Finance* no. 207, ed. P. Kenen, 55–65. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- United Nations. 2005. *World economic and social survey 2005*. New York: United Nations.
- United Nations Conference on Trade and Development. 2005. *World investment report*. Geneva, Switzerland: United Nations.
- World Bank. 2006. *World development indicators online dataset*. Washington, DC: World Bank.