

# Finansallaşma ve Gelir Eşitsizliği: Farklı Kapitalizm Türleri için Mukayeseli Bir Analiz

## Financialization and Income Inequality: A Comparative Analysis for Different Varieties of Capitalism

Bahar BAYSAL KAR, Uludağ Üniversitesi, Türkiye, bhrbysl@gmail.com  
Orcid No: 0000-0003-2335-6299

*Öz: Bu çalışmanın amacı literatürde iki ideal kapitalizm türü olarak tanımlanan liberal piyasa ekonomileri ve eşgüdümlü piyasa ekonomileri için finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkiyi mukayeseli olarak analiz etmektir. Bu amaçla 15 OECD ülkesinin 1985-2010 dönemine ait yıllık verilerinden yararlanılmıştır. Gelir eşitsizliğinin ölçülmesinde, en yüksek gelirli %1'lik kesimin ulusal gelirden aldığı pay kullanılmıştır. Finansallaşma göstergesi olarak ise toplam katma değer içerisinde finans sektörü katma değerinin payından yararlanılmıştır. Genişletilmiş ortalama grup (AMG) tahmincisi kullanılarak yapılan ampirik analiz sonuçlarına göre teorik beklentilerle uyumlu olarak finans sektöründeki büyümenin liberal ekonomilerde daha fazla gelir eşitsizliğine neden olduğu, emek piyasası kurumlarının finansallaşmanın bu olumsuz etkisini azaltacak düzeyde olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Liberal ekonomilere nazaran, eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki etkisi daha küçüktür.*

*Anahtar Sözcükler: Finansallaşma, Gelir Eşitsizliği, Kapitalizm Türleri, Genişletilmiş Ortalama Grup Tahmincisi*

*Abstract: The purpose of this paper is to analyze the relationship between financialization and income inequality for liberal market economies and coordinated market economies, which are defined as two ideal types of capitalism in the literature. For this purpose, annual data of 15 OECD countries are used over the period 1985-2010. In the measurement of income inequality, the income share of the top 1 % is used. The value added in finance as a percentage of total value added is used as financialization indicator. According to the empirical analysis using the augmented-mean (AMG) estimator, it is concluded that the growth in the financial sector causes more income inequality in liberal economies in line with theoretical expectations and that labor market institutions are not at the level to moderate this negative impact of financialization. Compared to liberal market economies, financialization has less impact on income inequality in coordinated market economies.*

*Keywords: Financialization, Income Inequality, Varieties of Capitalism, Augmented-Mean Group Estimator*

### 1. Giriş

Neoliberalizmin yükselişe geçtiği yıllardan itibaren gelir eşitsizliği önemli toplumsal sorunlardan biri haline gelmiştir. Son yıllarda daha da derinleşen bu sorun, gerek kamusal tartışmalarda gerekse akademik literatürde yoğun biçimde tartışılmaktadır. Nitekim toplumun çok küçük bir kısmı çok iyi durumda görünürken, yoksullar hem sayıca artmış, hem de giderek daha da yoksullaşmıştır. Orta sınıfın ise geliri ya azalarak ya da aynı kalsa bile zenginlerle arasındaki gelir farkının belirginleşmesi suretiyle içi boşaltılmıştır (Stiglitz, 2012; Temin, 2017; Piketty, 2014). Artan bu eşitsizliğe ilişkin olarak gelişmiş ülkeler için literatürde küreselleşme (Wade, 2004; Alderson ve Nielsen, 2002; Bergh ve Nilsson, 2010; Williamson, 1997), ırk temelinde yapılan ayrımcılık (Temin, 2017), politik kurumlar (Schneider ve Soskice, 2009), hükümetin büyüklüğü ve politikaları (Aberg, 1989; Pontusson, Rueda ve Way, 2002), emek piyasası kurumları (Pontusson, Rueda ve Way, 2002) gibi pek çok gerekçe sunulmaktadır. Ancak son otuz yılda gelir eşitsizliğindeki bu artışla ilişkilendirilen en önemli olgu finansallaşmadır (Stiglitz, 2012; Piketty, 2010; Lin ve Tomaskovic-Devey, 2013; Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011).

Finansallaşma, finans sektörü içindeki dönüşümleri ve finans sektörü ile diğer iktisadi aktörler arasındaki ilişkileri ortaya koymakta, son otuz yılda küresel ekonomide özellikle de gelişmiş ekonomilerdeki gelişmelere işaret etmektedir<sup>1</sup> (Stockhammer, 2004; Palley, 2013: 1). Finansal piyasaların küreselleşmesinden, hissedar değeri (the shareholder-value) devrimine ve finansal yatırımlardan elde edilen gelirin artmasına kadar pek çok olguyu bir arada içermesi literatürde finansallaşmanın üzerinde uzlaşılan ortak bir tanımının bulunmayışının nedenidir (Stockhammer, 2004). Ancak literatürde sıklıkla alıntılanan tanım, “ekonomide kârların kaynağı olarak finansal faaliyetlerin artan önemidir” (Krippner, 2011: 27). Bu tanım, ekonomide ticaretin ve reel üretimin azalışına işaret etmektedir. Finansal faaliyetlerin artan önemi, yönetim önceliklerini piyasa payının artırılmasından kısa dönemli karlara doğru kaydırmıştır (Stockhammer, 2004). Finansallaşma reel yatırımları dışladığından muhtemel sonuç istihdam ve reel ücretlerde

<sup>1</sup> Finansallaşma kavramı, farklı disiplinlerde kapitalist iktisadi gelişme sürecinde endüstriyel kapitalizmden finansal kapitalizme geçişi ve dolayısıyla kapitalist gelişmenin son aşamasını tanımlamaktadır (Arrighi, 2000; van der Zwan, 2014; Palley, 2013).

### Makale Geçmişi / Article History

Başvuru Tarihi / Date of Application : 14 Haziran / June 2019

Kabul Tarihi / Acceptance Date : 7 Ağustos / August 2019

durgunluktur (Lin ve Tomaskoviç-Devey, 2013: 1288). Alternatif bir diğer tanımla finansallaşma, “finansal güdülerin, finansal piyasaların, finansal aktörlerin ve finansal kurumların ülke ekonomilerinde ve uluslar arası ekonomilerde artan rolüdür” (Epstein, 2004: 3). Bu tanım, finans sektörü çıkarlarının makro ekonomideki ve ekonomi politikasındaki hakimiyetini vurgulamaktadır (Palley, 2013:11) ve sınırlı bir dizi aktöre ayrıcalık tanıyan bir yeniden dağıtım sistemine (Lin ve Tomaskoviç-Devey, 2013:1284;van der Zwan, 2014:108) işaret etmektedir.

Finansallaşma ile ayrıcalıklı bir konuma sahip olan, güçlenen kesim finansal işlem ve varlıklardan gelir elde eden bireyler ve kurumlar ya da kısaca rantiyerlerdir. Keynes’in “işlevi olmayan yatırımcı” (Keynes, 1936[2013]: 376) diye yerdiği bu sınıfın finansallaşma çağındaki zaferi, reel ücretlerde durgunluk ve artan borçluluk ile yüz yüze gelen ücretliler ile hanehalkları pahasına gerçekleşmiştir. Özellikle büyük şirketlerdeki üst düzey yöneticiler ortalama bir işçinin elde ettiği gelirin birkaç yüz kat üzerinde gelir elde etmekte ve bu yöneticilerin payı şirketin performansında düşüş olmasına rağmen artmaya devam etmektedir (van der Zwan, 2014: 105-109; Piketty, 2014: 315-316). Bu durumun daha da kötü yanı hissedar değeri adı altında şirket faaliyetlerinin yeniden yapılandırılmasının, düşük ücretlerin yanı sıra iş kayıpları, işçilerin sosyal haklarındaki kayıplarla birlikte ortaya çıkmasıdır. Dolayısıyla bu süreç ikili bir emek piyasasının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bir yanda üst düzey yöneticiler (supermanager) topluma katkılarının çok ötesindeki gelir ve iş tatmini elde etmektedir. Öte yanda nitelikli olmayan işgücü ücret belirleme ve iktisadi artığın dağıtım sürecinde pazarlık güçlerinin azalması nedeniyle düşük ücretlere razı olmaktadır (van der Zwan, 2014; Stiglitz, 2012; Lin ve Tomaskoviç-Devey, 2013).

Finansallaşma ile gelir eşitsizliğine ilişkin ampirik literatür özellikle global finans krizi sonrasında gelişme gösterse de, bu çalışmalar daha çok ve doğal olarak ABD özelinde (Van Arnum, Bradford ve Naples, 2013; Lin ve Tomaskoviç-Devey, 2013) ya da panel veri analizi ile gelişmiş ülkeler özelinde genel değerlendirme biçimindedir (Kuş, 2012; Assa, 2012). Bu konu ile ilgili gözden kaçan önemli nokta, finansallaşma-gelir eşitsizliği ilişkisinde kurumsal yapının önemidir. Finans sektörünün ekonomide artan payı ve bununla el ele giden finansal deregülasyonla üst düzey yöneticilerin bireysel kazançlarının topluma katkılarının çok üzerinde olması, finansal olmayan firmaların reel yatırımlarının yerini finansal yatırımların alması ve kaynak tahsisinde hissedar değerini maksimize etme ideolojisinin hakimiyeti ile ülke gelirinde varlıklı kesimin payı artmış, alt ve orta sınıfın payı ise azalmıştır. Bu eğilim liberal piyasa ekonomilerinde (LME), eşgüdümlü piyasa ekonomilerine (CME) nazaran daha belirgindir (Piketty, 2014: 315). Bu farklılaşma, literatürde liberal ve eşgüdümlü piyasa ekonomileri biçiminde iki ideal kapitalizm sınıflandırması yapan “*kapitalizm türleri (varieties of capitalism)*” literatüründen yararlanarak ve gelir eşitsizliğini iktisadi performans göstergesi olarak kullanarak bu teorik iddiaların ampirik analizini olanaklı kılmaktadır. Nitekim bu literatürde ulusal ekonomiler iktisadi eylemin belirli sistemik bir mantığını yaratan farklı kurumsal yapılarla nitelenmektedir ve emek piyasaları, kurumsal yönetim gibi fonksiyonel olarak farklı alanlardaki tamamlayıcılığın önemi vurgulanmaktadır (Jackson ve Deeg, 2006). Bu çerçevede liberal ekonomilerde gelir eşitsizliğinin daha fazla olmasının nedeni yönetim modeli olarak hissedar değeri modelinin benimsenmesi ve bununla birlikte emek piyasasında firmalar ve işveren arasında karar alma sürecinde piyasaya dayalı koordinasyondur. Bu niteliklerin %1’lik kesimin ulusal gelirden aldığı payı, diğer kesimler aleyhine orantısız olarak arttırdığı iddia edilmektedir. Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde ise karar alma sürecinde paydaş modelinin (stakeholder model) benimsenmesinin ve ücret belirleme sürecinde farklı aktörler arasında işbirliğinin, finansallaşmanın işgücü aleyhine yeniden dağıtıcı eğilimini azalttığı iddia edilmektedir.

Literatürde bu iddiaları test eden mukayeseli ampirik analizler (Roberts ve Kwon, 2017; Huber, Petrova ve Stephens, 2018) sınırlıdır. Bu çalışmada amaç bu literatüre farklı bir ekonometrik yöntemle-“Genişletilmiş Ortalama Grup” (Augmented Mean Group, AMG) tahminciyiyle- katkı sağlamaktır. Eberhardt ve Bond (2009) tarafından ortaya konulan ve Eberhardt ve Teal (2010, 2011) tarafından geliştirilen bu tahminci eğim parametrelerinin heterojenliğine izin vermektedir. Dolayısıyla bu analizde her bir kapitalizm türünde finansallaşma-gelir eşitsizliği ilişkisi araştırıldığı gibi, bu kapitalizm türü içerisinde yer alan her bir ülke için de ayrı ayrı parametre tahmini mümkün olmaktadır. Bu tahminci ayrıca yatay kesit bağımlılığına dirençlidir ve analizde yer alan serilerin durağan olmama durumunda da etkin bir tahmincidir.

Ampirik analizde 15 OECD ülkesinin 1985-2010 dönemine ait verilerinden yararlanılmıştır. Örnekleme yer alan ülkeler, kapitalizm türleri literatüründe liberal ve eşgüdümlü piyasa ekonomileri sınıflandırması içinde yer alan ülkelerdir. Bu sınıflandırmada yer alan ülkelerin bazıları (Avusturya, Belçika ve İsviçre) veri eksikliği nedeniyle analize dahil edilememiştir. Zaman boyutunun (1985-2010) belirleyicisi de veri kısıtıdır.

Çalışmanın takip eden ikinci bölümünde farklı düzeylerde (endüstri, firma ve hanehalkı) finansallaşma süreçleri ve bu süreçlerin gelir eşitsizliğine olası etkileri ve bu konu ile ilgili ampirik çalışmaların elde ettiği sonuçlar ele alınmaktadır. Üçüncü bölümde, kapitalizm türleri literatürü kısaca ele alınmakta ve bu çerçevede farklı kapitalizm türlerinde finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki potansiyel etkileri tartışılmaktadır. Dördüncü bölümde ilk olarak çalışmada kullanılan veri seti ve ampirik strateji tanıtılmaktadır. Hemen ardından elde edilen tahmin sonuçları değerlendirilmektedir. Son bölüm değerlendirme bölümüdür.

## 2. Finansallaşma ve Gelir Eşitsizliği

Ekonominin finansallaşması endüstri, firma ve hanehalkı olmak üzere üç farklı düzeyde gözlemlenebilir ve her birinin gelir eşitsizliğinin artışına ilişkin farklı imaları vardır (Davis ve Kim, 2015). İlk olarak, finans sektörünün ekonomideki önemi son yıllarda hızla artmıştır (Krippner, 2011; Stockhammer, 2012; Orhangazi, 2008; Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011; Davis, 2009). Ekonomik faaliyetler, imalat ve hizmet üretiminden, finans ile bağlantılı yatırım ve yönetim

stratejilerine doğru kaymıştır (Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011: 539). Ekonominin bu yapısal dönüşümünün açıklanmasında genellikle istihdamdaki veya üretilen mal ve hizmetlerin bileşimindeki değişim incelenmesine rağmen, finans sektörü lehine yaşanan iktisadi gelişmeyi anlamının daha uygun yolu ekonomide elde edilen karın ne kadarının kaynağının finans sektörü olduğunun araştırılmasıdır (Krippner, 2011: 30). Nitekim ABD ekonomisinde toplam kârın içinde finans sektörünün kâr payı 1950'ler ve 1960'larda %10-15 civarındayken, 1980'lerin ortalarından bu yana %30 civarındadır ve 2001 yılında en yüksek düzeyine, %40'a ulaşmıştır (Krippner, 2011: 28).

Finans sektöründeki büyüme ile gelir eşitsizliğinin artmasında çoğunlukla finansal deregülasyonla beslenen ve üst düzey yöneticilerin ücretlendirilmesiyle ele geçirilen rantların varlığından bahsedilmektedir (Stiglitz, 2012; Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011; Godechot, 2016). Finans sektöründeki deregülasyon, 1980'lerde finansallaşmaya dönük kilit değişiklikleri ortaya çıkaran yasal düzenlemeleri kapsarken, 1990'larda tüm finansal piyasalarda aynı anda faaliyet gösteren konsolide banka holding şirketlerin genişlemesine neden olmuş, ticari bankacılık, sigorta ve yatırım hizmetlerinin tek bir firma tarafından sağlandığı konsolide finansal hizmetler endüstrisi yaratılmıştır. Finans endüstrisinde rekabet azalmış ve en büyük finansal kurumların ekonomideki hakimiyeti artmıştır (Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011). Ayrıca bankaların mevduat toplama ve yatırım amaçlı borç verme biçimindeki geleneksel işlevlerinde gerileme yaşanmış (Davis, 2009; Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011), finansal hizmetler karşılığında ücret talep etme (fee-generating business) önemli bir gelir kaynağı haline gelmiştir. Özellikle ABD'de varlığa dayalı menkul kıymetler biçiminde mortgagelerin hızla satıldığı “*yarat ve dağıt modeli (the originate and distribute model)*” bunun bir parçası olarak ortaya çıkmıştır (Stockhammer, 2012:50). Şeffaflıktan uzak bu piyasada bilgi asimetrisinden faydalanarak ve aşırı riskli faaliyetlere yönelerek finans sektöründe faaliyet gösterenler, özellikle üst düzey yöneticiler<sup>2</sup> milyarlarca dolar kar elde etmiştir (Stiglitz, 2012).<sup>3</sup>

İkinci özellik, finansallaşmanın etkisinin finansal piyasa sınırlarını aşarak, finansal olmayan firmaları da etkisi altına alması yani finansallaşmanın firma düzeyinde etkisidir. Finansal olmayan firmalar geleneksel üretken faaliyetler yerine, gelirlerinin büyük kısmını finansal yatırımlardan elde etmeye başlamıştır<sup>4</sup> (Krippner, 2011: 34). Hissedar devrimi de denilen bu durumla birlikte yönetimin önceliği iktisadi büyüme değil, kar artışı olmuştur (Stockhammer, 2004). Dolayısıyla yönetimin “*elde tut ve yeniden yatır (retain and reinvest)*” davranışının yerini, “küçült ve dağıt (downsize and distribute)” davranışı almıştır. Firmalar için finansal motivasyonlar ve finansal aktörler daha önemli hale gelmiş, fiziksel sermaye yatırımlarının görece önemi azalmıştır (Stockhammer, 2012: 51). Reel üretimi arttırmak için fiziksel sermayeye yatırım yapmak yerine, yöneticiler kaynakları finansal alanlara kanalize etmiştir (Lin ve Tomaskovic-Devey, 2013: 1292). Nitekim finansal olmayan firmaların portföy gelirlerinin (faiz ödemeleri, temettüleri ve sermaye kazançlarının toplamı) nakit akımlarına oranı 1950'ler ve 1960'larda sabitken, 1970'lerden itibaren artmaya başlamış, 1980'lerin sonunda İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemin beş katı büyüklüğüne ulaşmıştır (Krippner, 2011: 35). Finansal olmayan firmaların, finansal faaliyetlere girişmelerinin en bilinen örneği otomobil üreticileri ile ilgilidir. General Motors'un finansal kolu, General Motors Acceptance Corporation (GMAC) 1919'da ve Ford'un finansal hizmet sağlayıcısı Ford Motor Credit 1959 yılında kurulmuştur. 1980'den önce bu finansal kurumların temel fonksiyonu araba satışlarını arttırmak için otomobil alıcılarına kredi sağlamaktır. Ancak 1980'lerden itibaren bu yardımcı kurumlar portföylerini genişletmiş, kendi faaliyet alanları dışındaki finansal hizmetlere yönelmeye başlamıştır. 1990'larda her ikisi de finans hizmetlerini sigortacılığı, bankacılığı ve ticari finansı içerecek biçimde genişletmiştir. 2004 yılında GMAC toplam karlarının %66'sını bu tür finansal hizmetlerden sağlamıştır (Lin ve Tomaskovic-Devey, 2013: 1293).

Finansal olmayan firmaların artan finansal eğilimleri aslında yeni bir yönetim modelinin ortaya çıkmasına da aracılık etmiştir: Firmanın hissedar değeri görüşü (the shareholder-value conception of the firm) (Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011; Lazonick, 2010). 1980'lerden itibaren en yenilikçi sektörler bile, kurumsal kaynakların tahsisinde “hissedar değerini maksimize etme” ideolojisi tarafından yönlendirilmeye, şirketlerin performansı hisse başına kazanç gibi finansal bir ölçü ile değerlendirilmeye başlamıştır (Lazonick, 2010: 701). Firmaların yenilik yatırımları ve istihdam fırsatları yaratma eylemlerinin yerini, ticareti yapılabilir bir dizi varlık almıştır (Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011: 545).

Finansal olmayan firmaların önceliklerinin bu şekilde değişmesi bölüşüm süreci üzerinde iki etki yaratmaktadır. Finansal kanallarla gelir elde etmek, kaynakların işçilerden ve reel üretimden, finansal birimlere ve finansal piyasalara yeniden tahsisi anlamına gelmektedir (van der Zwan, 2014: 108; Palley, 2013: 5). Finansallaşma ile sermayenin ülke gelirinden aldığı pay artarken, işgücünün payı azalmaktadır. İşgücünü daha spesifik olarak incelemek gerekirse, yöneticilerin payı artarken, alt ve orta sınıfın, özellikle nitelikli olmayan işgücünün payı daralmaktadır (Palley, 2013:5). Ayrıca finansal araçlarla elde edilen gelir akımı, üretim ve artık değeri (surplus) ayırıştırılmaktadır. Kapitalistlerin ve yöneticilerin ücret belirleme ve artığın dağıtım sürecinde pazarlık gücünü arttırırken, işgücünün gelirdeki payının azalmasına katkı sağlamakta, ayrıca işçiler arasında gelirin de ayrışmasına (dispersion) neden olmaktadır (Lin ve

<sup>2</sup> Finans sektöründe çalışanların özellikle de üst düzey yöneticilerin politik gücü ve pazar gücünü kullanarak toplumun geri kalanlarının zararına olacak biçimde kendilerine avantaj sağlamaları ve kendi gelirlerini arttırmaları literatürde rant kollama veya rant sağlama olarak adlandırılmaktadır (Stiglitz, 2012).

<sup>3</sup> ABD'de en yüksek gelirli %1'lik kesim, 1979-2007 döneminde elde edilen gelirin yaklaşık % 60'ını elde etmiş, aynı dönemde bu kesimin vergi sonrası gelirlerinde % 275 artış meydana gelmiştir. En yoksul %20'lik kesimin vergi sonrası reel gelirindeki artış ise yalnızca %18'dir (Stiglitz, 2012).

<sup>4</sup> Finansallaşma sürecinde fiziksel sermaye yatırımlarına zarar veren bir diğer unsur, firmaların karşı karşıya oldukları iktisadi çevrenin değişmesidir. Finansal piyasalardaki volatilité finansal deregülasyonla birlikte önemli ölçüde artmıştır. Firmalar daha fazla belirsizlikle karşı karşıya kaldıkları için fiziksel yatırım projeleri daha az cazip gelmektedir (Stockhammer, 2004).

Tomaskovic-Devey, 2013:1294-1295). Örneğin, ABD’de bir CEO’nun aylık kazancı ile ortalama bir işçinin kazancı arasındaki fark 200 katın üzerindedir. Japonya’da bir şirket yöneticisi ortalama bir işçinin gelirinden 16 kat daha fazla gelir elde etmektedir (Stiglitz, 2012). Bu kazanç CEO’ların üretkenliklerindeki artış ile değil, finans piyasasındaki performansları ile orantılıdır (Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011:546). Dolayısıyla finans sektörünün yükselişi uzun dönemli yatırımlar yerine, kısa vadeli finansal manipülasyonun önemini artırmış (Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011:546) ve ikili (dual) bir emek piyasasının oluşumuna aracılık etmiştir (van der Zwan, 2014: 109).

Üçüncü olarak finansallaşma, %80’ini mortgage kredileri oluşturmak üzere tüketici ihtiyaç kredileri ve öğrenci kredileri biçiminde hanehalklarının krediye erişimini artırmıştır (Stockhammer, 2012: 53). Ana akım iktisatçılar servetteki artış nedeni ile hanehalklarının borç oranlarını rasyonel olarak arttırdığını iddia etse de, daha eleştirel yaklaşımlar artan borç oranlarının tüketim düzeyini sürdürme ihtiyacı nedeniyle ortaya çıktığını iddia etmektedir. İletişim teknolojisindeki gelişmelerin de etkisi ile ortaya çıkan tüketme baskısı karşısında (Skidelsky ve Skidelsky, 2012), ücretlerdeki durgunluk hanehalklarını daha fazla borçlanmaya itmiştir (Stockhammer, 2012: 54). Diğer taraftan eleştirel yaklaşımların üzerinde ısrarla durduğu bir diğer konu 1980’lerden itibaren iyice artan gelir eşitsizliğidir. Artan gelir kutuplaşması, gelirin marjinal tüketim eğiliminin yüksek olduğu düşük gelirlilerden, marjinal tüketim eğiliminin düşük olduğu yüksek gelirliye transferi anlamına gelir. Bu da hem ABD’deki talep yetersizliğinin hem de global talep yetersizliğinin temel nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir (Rajan, 2010; Stockhammer, 2012; Cynamon ve Fazzari, 2013; Kumhof, Rancière ve Winant, 2015). Ücretlerde durgunluk, artan eşitsizlik ve dolayısıyla eksik talebe politik çözüm, daha uzun vadeli ve yapısal çözümler üretmek yerine düşük ve orta gelirli hanehalklarının tüketiminin, borçlanma olanaklarının artırılması yoluyla sürdürülmesidir (Rajan, 2010) ve bu çözüm Stiglitz’in (2010) deyişiyle şöyle ifade edilebilir: *Borç al ve gelirin artıyormuş gibi tüket.* Dolayısıyla bu çözüm aslında gelirdeki durgunlaşmayı tazmin veya telafi edici bir tepkidir (Goldstein, 2013). Kolay kredi, hanehalklarının borçlarını hızla arttırırken, ücretlerdeki durgunluk ve düşüş gerçeği ile yüzleşmeden onların tüketim çılgınlıklarının sürdürülmesine aracılık etmiştir. Diğer taraftan borç verenler yani finans sektöründe çalışanlar artan işlem masraflarına (fees) dayalı kar olanakları ile durumlarından hoşnut olmasına rağmen (Rajan, 2010), eşitsizliğin neden olduğu bu döngünün sonucu daha da artan gelir eşitsizliği olmuştur. Özellikle en yüksek gelirli hanehalklarının, yatırımların artan getirisiyle ve üst düzey yöneticilerin ücretlendirilmesi yoluyla ulusal gelirden aldıkları payın arttığı gözlenmiştir (Roberts ve Kwon, 2017). Ayrıca hanehalklarının finansallaşması finans sektörünün aracı rolünü daha da artırmıştır (Godechot, 2016).

Finansallaşmanın endüstri, firma ve hanehalkları biçiminde gözlemlenebilir bu üç farklı etkisi yoluyla gelir eşitsizliğini arttırdığı iddiası ampirik literatür tarafından da desteklenmektedir. Van Arnum, Bradford ve Naples (2013) ABD’nin 1967-2010 dönemine ait finansallaşma verileri ile yaptıkları analizde, artan işsizlik ve minimum ücretin aşılması ile birlikte finansallaşmanın son yıllarda artan gelir eşitsizliğine katkı sağladığını tespit etmiştir. Tomaskovic-Devey ve Lin (2011) ABD ekonomisinde, bankacılık sistemindeki deregülasyon, finans endüstrisindeki yoğunlaşma, kurumsal yatırımcıların artan büyüklüğü ve alanı, hissedar değeri hareketi gibi tamamlayıcı uygulamaları da değerlendirdikleri çalışmada, finans sektörüne 5.8-6.6 trilyon dolar arasında bir meblağın transfer edildiğini ortaya koymaktadır. Yazarlara göre ABD’de gelir eşitsizliği dinamiklerinin anlaşılmasında piyasa kurumları ve siyaset birincil önem arz etmektedir. Godechot (2016) 18 OECD ülkesi için yaptığı analizde 1970-2011 dönemini değerlendirmektedir. Çeşitli finansallaşma göstergelerini kullandığı analizde finans sektöründeki büyümenin gelir eşitsizliğindeki artışın önemli bir tetikleyicisi olduğunu ileri sürmektedir. Assa (2012) OECD ülkelerinin 1970-2008 dönemine ait verileri ile yaptığı analizde finansallaşma göstergesi olarak toplam katma değer içinde finans sektörü katma değerinin payını ve toplam istihdam içinde finans sektörünün istihdam payını kullanmaktadır. Analiz sonuçlarına göre finansallaşma gelir eşitsizliğini arttırmaktadır. Ayrıca iktisadi büyüme ve işsizlik üzerinde de negatif etkileri bulunmaktadır. Lin ve Tomaskovic-Devey’in (2013) ABD’de, 1970-2008 dönemi için finansal olmayan sektörlere odaklanarak yaptıkları analize göre finansallaşma işgücünün toplam gelir içindeki payının azalışının yarısından daha fazlasını açıklamaktadır. Kuş (2012) OECD ülkelerinin 1995-2007 dönemini incelediği çalışmasında finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Çeşitli göstergeler kullanarak elde ettiği sonuçlara göre finansallaşma gelir eşitsizliğini arttırmaktadır. Yeldan (2000: 5) Türkiye özelinde yaptığı analizde finansal serbestleşmenin, finansal rantların artışı yoluyla gelir eşitsizliğini arttırdığını ortaya koymaktadır. Ticari ve finansal serbestleşme sürecinde ücretlerin bir maliyet unsuru olarak minimize edilmesi gereğinin doğduğunu vurgulayan yazar, bu süreçte ulusal gelir içinde ücret dışı gelirlerin payının arttığını, işgücünün marjinalleşmesinin derinleştiğini, vasıflı ve vasıfsız işgücü arasında ücret eşitsizliğinin yoğunlaştığını ve sosyal güvenliğe erişimin güçleştiğini ileri sürmektedir. Yine Türkiye özelinde yapılan başka bir analizde finansallaşmanın emek payı üzerindeki etkisi incelenmektedir. Ampirik analiz sonuçlarına göre finansallaşmanın, işgücü ödemelerinin GSYH içindeki payı olarak ölçülen emek payını azalttığı sonucuna ulaşılmıştır (Tunalı ve Özdemir, 2017).

Ancak bu çalışmalar finansallaşma ile eşitsizlik arasındaki ilişkiyi incelerken, finansallaşma sonucu uzun vadeli gelirin yeniden dağılımında kurumsal yapıyı göz ardı etmektedir. Oysa yaratılan iktisadi rant süreçlerinin anlaşılmasında ulusal ekonomilerin kurumsal yapısı büyük önem taşımaktadır (Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011). Ulusal ekonomilerin kendilerine özgü kurumsal koşulları finans sektörünün yerleşik olduğu çevreyi biçimlendirerek, gelişimini etkileyerek ve farklı aktörler arasındaki etkileşimi şekillendirerek bazı ekonomilerde finansal rant biçimindeki ekonomik kaynakların yüksek gelirli lehine dağılımına daha fazla izin vermektedir (Roberts ve Kwon, 2017; Huber, Petrova ve Stephens, 2018; Davis ve Kim, 2015). Literatürde bu eksikliği gideren bir kaç çalışmanın varlığından bahsedilebilir de (Roberts ve Kwon, 2017; Huber, Petrova ve Stephens, 2018; Kuş, 2012) bu çalışma, finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki

ilişkiyi hem iki ayrı kapitalizm sınıflandırmasını temel alarak analiz etmekte, hem de bu çalışmalardan farklı olarak bu kapitalizm sınıflandırmasında yer alan ülkeler bazında ampirik sonuçlar elde etmektedir.

### 3. Kapitalizm Türleri ve Finansallaşma-Gelir Eşitsizliği İlişisine İlişkin Temel İmaları

Uluslararası sermayeye erişimi arttıran piyasa yanlısı politika ve reformların, ABD tarzı finans kapitalizmine doğru global bir yakınsamaya neden olacağı iddia edilmektedir. Otuz yılı aşkın süredir pek çok ülke tarafından eş anlı olarak gerçekleştirilen finansal reformlar finansallaşmanın küresel yayılımını temsil etmektedir. Ancak finansallaşma ülkelerin yerel koşullarına göre farklı nitelikler kazanmış, bazı ülkelerde diğerlerine nazaran daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir (Davis ve Kim, 2015; Thelen, 2012: 138). Yakınsama tezinin aksine farklı finansallaşma biçimlerinin ortaya çıkabileceğinin kabulü, finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkinin araştırılmasında da kurumsal farklılıkların kritik rolü olabileceğine işaret etmektedir (Hall ve Soskice, 2001; Huber, Petrova ve Stephens, 2018). Bu durum iktisadi eylemin kurumsal bağlam içerisinde toplumsal olarak yerleşik olduğunu varsayan “*kapitalizm türleri (varieties of capitalism)*” literatüründen (Hall ve Soskice, 2001; Hall ve Gingerich, 2009) yararlanmayı olanaklı kılmaktadır. Bu literatür farklı kurumsal bağlamları sektörler, bölgeler ve özellikle de uluslar gibi farklı ölçeklerde karşılaştırarak, çeşitli ekonomik performans göstergeleri üzerinden çıkarım yapmaya aracılık etmektedir (Jackson ve Deeg, 2006:12)<sup>5</sup>.

Farklı kapitalizm türlerinin nasıl kavramsallaştırılacağı ve mukayese edileceği sorusu Albert’in (1993) yaptığı Anglo-Sakson kapitalizmi ve Ren kapitalizmi biçiminde yaptığı sınıflamadan bu yana tartışılrsa da, ulusal kapitalizmin kurumsal modellerine ilişkin ilk akla gelen ve en iddialı çalışma, Hall ve Soskice’ye (2001) aittir. Her biri birer üretim rejimini temsil etmek üzere iki ideal kapitalizm (Liberal piyasa ekonomisi-LME ve eşgüdümlü piyasa ekonomisi-CME<sup>6</sup>) tanımlayan Hall ve Soskice’nin (2001) çalışmasında, firmalar ekonominin merkezi aktörleridir ve onları teşvik eden ve kısıtlayan dört kurumsal alanda (finansal sistem ve kurumsal yönetim, endüstriyel ilişkiler, eğitim sistemleri ve firmalar arası ilişkiler yönetimi) yerleşiktir. Kapitalizm sınıflandırmasında kurumsal koordinasyon (işbirliği) esas alınmaktadır (Hall ve Gingerich, 2009). Liberal piyasa ekonomilerinde firmalar diğer aktörlerle mesafeli (arms-length) ilişkiler ve formel sözleşmeler ile nitelenen rekabetçi piyasalar aracılığıyla, eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde ise oyun teorisi tarafından modellenen bir tür stratejik etkileşim süreci ile işbirliği yapmaktadır (Hall ve Gingerich, 2009:452).

Hall ve Soskice’nin (2001: 18-19) analizinin en önemli hususlarından biri her bir kapitalizm türünde finansal sistem ve kurumsal yönetim, endüstriyel ilişkiler, eğitim sistemleri ve firmalar arası ilişkiler yönetimi biçimindeki dört farklı kurumsal alan arasındaki tamamlayıcılıktır. Bu dört farklı kurumsal alanın liberal piyasa ekonomileri için nitelikleri sırasıyla kısa vadeli şirket finansmanı, deregüle emek piyasaları, genel eğitim ve firmalar arası güçlü rekabet biçiminde, eşgüdümlü piyasa ekonomileri için ise uzun vadeli endüstriyel finansman, işbirlikçi endüstriyel ilişkiler, yüksek düzeyde mesleki eğitim ve firmalar arasında teknoloji ve standartların belirlenmesi konusunda işbirliği şeklindedir (Jackson ve Deeg, 2006: 22). Her bir tamamlayıcılık ilişkisi farklı bir mukayeseli üstünlüğe işaret etmektedir. Bu çalışmanın temel iddiasını temsil eden temel ayrııcı husus da bu kurumsal alanların özellikle ikisinin nitelikleri ile ilgilidir. Buna göre eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde, finansal sistem ve kurumsal yönetim ile endüstriyel ilişkiler sisteminin özellikleri finansallaşmanın bölüşümsel sonuçlarını düşük gelirli ve orta sınıf lehine etkilediği, buna karşın liberal piyasa ekonomilerinde ise elit finansal aktörlere yeniden dağılımı ile sonuçlandığı (Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011) iddia edilmektedir (Roberts ve Kwon, 2017; Huber, Petrova ve Stephens, 2018).

Liberal piyasa ekonomilerinde, kurumsal yönetim açısından firmaların dağınık pay sahipliği ve yüksek düzey şeffaflık ile nitelenen büyük varlık piyasaları ile karşı karşıya olduğu görülmektedir. Firmaların dış kaynaklara erişimi ağırlıklı olarak piyasa değerlemesi (market valuation) gibi herkes tarafından değerlendirilebilir bir kritere bağlıdır (Hall ve Gingerich, 2009: 453). Kurumsal kaynakların tahsisinde hissedar değerini maksimize etme ideolojisi hakimdir. Bir firmanın performansı ağırlıklı olarak hisse başına kazanç gibi finansal bir ölçü ile değerlendirilmektedir (Lazonick, 2010: 701) ve yöneticiler hissedar değerine yaptıkları katkı ölçüsünde şirket gelirinden giderek artan oranda pay alabilmektedir (Lin ve Tomaskovic-Devey, 2013; Stiglitz, 2012; Palley, 2013; Piketty, 2014). Dolayısıyla liberal ekonomilerde mevcut kurumsal yapı yöneticileri kısa dönemli karlılık hedefine yöneltmektedir. Düzenleyici rejim ayrıca halihazır karlılığa duyarlı hale gelen hisse fiyatlarına bağlı olarak saldırgan (hostile) devralmalara izin vermektedir. Endüstriyel ilişkiler sisteminde ise sendikaların nispeten zayıf, istihdam korumasının düşük düzeyde, emek piyasasına giriş ve çıkışın kolay olduğu görülmektedir. Ücretler bireysel olarak işveren ve işçiler arasındaki sözleşmelerin konusudur (Hall ve Gingerich, 2009).

Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde kurumsal yönetimin en önemli özelliği ise hissedarlar, işveren sendikaları, bankalar ve finansal araçlar gibi farklı aktörler arasında daha uzun vadeli, daha yoğun ve işbirlikçi ilişkilerin olmasıdır.

<sup>5</sup> Kapitalizm türleri literatürü küreselleşme baskısı altında tek bir en iyi veya en etkin kapitalizm modeline doğru yakınsama fikrine muhalefet etmektedir. Her bir kapitalizm türü, kapitalizmin farklı bir örgütlenme biçimini yansıtmakta ve farklı bir mantıkla işlemektedir (Thelen, 2012:138).

<sup>6</sup> OECD ülkelerini temel alarak yaptığı bu sınıflandırmada Avusturalya, Kanada, Yeni Zelanda, İrlanda, İngiltere ve ABD liberal piyasa ekonomileri içerisinde ve Avusturya, Belçika, Finlandiya, Danimarka, İsveç, İsviçre, Almanya, Japonya, Hollanda ve Norveç eşgüdümlü piyasa ekonomileri içerisinde yer almaktadır. Fransa, İtalya, İspanya, Portekiz, Yunanistan ve Türkiye ise alternatif, hibrid üçüncü bir kategori içerisine dahil edilmekte ve bu ekonomilerde devlet müdahalesinin belirleyici olduğu, tarım sektörünün hakimiyetini sürdürdüğü ileri sürülerek, bu ekonomilerin tanımlanan iki ideal kapitalizm türüne göre daha az etkin olduğu ve daha zayıf performans sergilediği iddia edilmektedir (Hall ve Soskice, 2001:19-21).

Bu yönetim biçimi, “paydaş modeli” (stakeholder model) olarak da anılmaktadır. Bu model tek yanlı karar alma olanaklarını kısıtlar ve farklı aktörlerin (işçi temsilcileri, işverenler, üst düzey yöneticiler vb.) çıkarları arasında uyum sağlanmaya çalışılır. Firmalar karar alma sürecinde daha uzlaşmacıdır (Hall ve Gingerich, 2009; Piketty, 2014; Roberts ve Kwon, 2017). Paydaşlar veya menfaat sahipleri arasındaki yakın ilişki, bilgi paylaşımı sağladığı gibi firmaların sermayeye erişimde ihtiyaç duydukları itibarın gelişmesine de izin verir. Yöneticiler halihazır karlılığa daha az duyarlıdır (Hall ve Gingerich, 2009). Kurumsal kontrolün piyasaya devredilme fikri eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde aforoz edilmiştir. Çünkü bu tür kurumlar yönetimi kısa dönemli karlılık konusunda teşvik ederken, uzun dönemli yatırımlara zarar vermektedir (Deeg, 2010: 315). Son yıllarda çoğu eşgüdümlü piyasa ekonomisinde piyasa yanlısı finansal sistemlere doğru bir kurumsal dönüşümden bahsedilse bile, bu değişim genellikle büyük finansal kurumların ve çok uluslu şirketlerin tercihlerindeki değişime atfedilmektedir (Deeg, 2010: 324-327) ve bu piyasalaşma eğiliminin de ülkeden ülkeye önemli ölçüde farklılık gösterdiği görülmektedir. Endüstriyel ilişkiler sistemine bakıldığında ise güçlü sendikalar ile çalışma konseylerinin varlığının ve yüksek düzeyde istihdam korumasının emek piyasasında mobilitiyi azalttığı ve bir işte uzun süre kalma olasılığını arttırdığı görülmektedir (Hall ve Gingerich, 2009).

Bu çalışma, liberal ve eşgüdümlü piyasa ekonomisi biçimindeki iki farklı kapitalizm türünde mevzubahis kurumsal farklılıkların, finansallaşmanın bölüşümsel etkilerini farklılaştırarak gelir eşitsizliğini farklı biçimlerde etkilediği iddiasını ampirik olarak analiz etmektedir. Buna göre liberal ekonomilerde hissedar değeri modelinin benimsenmesi, firmaların performansının daha çok finansal ölçülerle değerlendirilmesi ve bununla birlikte emek piyasasında firmalar ve işveren arasında karar alma sürecinde piyasaya dayalı koordinasyon işçilerden finansal birimlere doğru gelirin yeniden dağılımı anlamına geldiği iddia edilmektedir. İktisadi elitlerin finansallaşmayla artan pazarlık güçleri işgücünü koruyan kurumların zayıflığı ile birleşince, liberal ekonomilerde işçilerin hasıla yaratma ve ücret belirleme sürecinin dışına itildiği, ulusal gelirden düşük ve orta gelirli olanların aldığı payın azaldığı, üst düzey yöneticilerin payının ise önemli ölçüde arttığı ileri sürülmektedir. Nitekim Piketty (2014: 315) liberal ekonomilerde gelir eşitsizliğinin artmasının önemli bir sebebinin finans sektörü ve finansal olmayan sektörlerdeki üst düzey yöneticilerin veya kendi deyimiyle “süper yöneticilerin (supermanager)” yükselişi olduğunu belirtmektedir. Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde ise işgücünün daha güçlü konumunun artan finansallaşmanın gelir eşitsizliğini artırıcı etkisini ılımlaştırdığı savı ileri sürülmektedir. Çünkü bu ekonomilerde karar alma sürecinde paydaş modelinin (stakeholder model) hakimiyetinden bahsedilmektedir ve işgücü hem girişim hem de sektör düzeyinde ücret belirleme sürecine dahil olmaktadır.

Literatürde son yıllarda bu konuyu amaç edinen iki çalışma dikkat çekmektedir. Birincisi, Roberts ve Kwon’a (2017) aittir. Yazarlar, Hall ve Soskice’nin (2001) kapitalizm türlerinin her birinin yol bağımlı (path-dependent) kurumsal değişimden dolayı zaman içinde istikrarlı olduğu varsayımını eleştiren Schneider ve Paunescu’nun (2012) analizindeki sınıflandırmadan yola çıkarak liberal piyasa ekonomileri, liberal piyasa ekonomilerine benzer piyasa ekonomileri (LME-like) ve liberal olmayan piyasa ekonomileri biçiminde üç farklı kapitalizm türünü analiz konusu yapmaktadır. 1980-2007 dönemine ait verileri kullanarak yaptıkları ampirik analizin sonuçlarına göre, finans sektöründeki büyüme ve bu sektörde artan istihdam liberal ekonomilerde ve liberal ekonomilere benzeyen ekonomilerde daha yüksek gelir eşitsizliğine, daha yüksek oranda ücret farklılaşmasına ve en varlıklı hanehalklarının gelirinde daha fazla artışa neden olmaktadır. Diğer analiz Hall ve Soskice’nin (2001) orijinal sınıflandırmasına bağlı kalarak ve 1960-2013 dönemine ait verileri kullanarak yapılan Huber, Petrova ve Stephens’a (2018) ait çalışmadır ve yine benzer sonuçlara ulaşılmaktadır. Analiz sonuçlarına göre liberal ekonomilerde finans sektörünün ekonomide artan ağırlığı, gelir eşitsizliğinin de daha fazla olmasının nedenidir. Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde işgücünün daha güçlü konumu finansallaşmanın eşitsizliği artırıcı etkisine karşı koyabilmektedir.

## 4. Ampirik Analiz

### 4.1. Veri ve Ekonometrik Model

Bu çalışmanın amacı finansallaşma ve gelir eşitsizliği ilişkisinde farklı kurumsal yapıların aracı rolünün olup olmadığını analiz etmektir. Bu nedenle kapitalizm türleri literatüründen yararlanarak iki ayrı kapitalizm sınıflandırması temel alınmış ve böylelikle finansallaşmanın gelir eşitsizliğine etkisinin analizinde mukayeseli bir perspektif sunmak hedeflenmiştir. Hall ve Soskice’nin (2001) çalışmasını kurumsal değişime yaklaşımı nedeniyle eleştiren Schneider ve Paunescu (2012) beş farklı kapitalizm türü (devletçi, liberal, liberal benzeri (LME-Like), hibrid ve eşgüdümlü) ortaya koymaktadır. Bu sınıflandırmadan yararlanarak Roberts ve Kwon (2017: 520-521) Hall ve Soskice’nin sınıflandırmasından farklı olarak eşgüdümlü piyasa ekonomilerine referans bir kategori olarak Fransa ve İtalya’yı da dahil etmektedir. Bu çalışmada da bu sınıflandırma temel alınmıştır. Buna göre liberal piyasa ekonomileri içinde Avusturya, Kanada, İrlanda, Yeni Zelanda, İngiltere ve ABD yer almaktadır. Eşgüdümlü piyasa ekonomilerini ise Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Japonya, Hollanda, İtalya, Norveç, İsveç ve İsviçre oluşturmaktadır. Bu sınıflandırmaya literatürde başka çalışmalarda da rastlamak mümkündür (Ahrens, Schweickert ve Zenker, 2015: 130). Gelir eşitsizliğini ölçmede kullanılan en varlıklı %1’lik kesimin ülkenin toplam geliri içindeki payına ait veriler eşgüdümlü piyasa ekonomilerinden Avusturya ve Belçika için mevcut olmadığından bu ülkeler örnekleme dahil edilememiştir. Ayrıca finansallaşma derecesini ölçmek için kullanılan değişkene (bir ekonominin toplam katma değeri içinde finans sektörü katma değerinin payı) ait seride İsviçre için verilere 1995 yılından itibaren erişildiğinden bu ülke de örneklemin dışında tutulmuştur. Dolayısıyla analiz altısı liberal piyasa ekonomisi ve dokuz tanesi eşgüdümlü piyasa ekonomisi olmak üzere 15 ülkeyi kapsamaktadır. Veri kısıtı nedeni ile analiz dönemi ise 1985-2010 dönemi ile sınırlı tutulmuştur. Bu zaman dönemi her bir ülke için ayrı ayrı model tahminine izin vermediğinden ve çalışmanın asıl amacı farklı kapitalizm türlerinde

finansallaşmanın gelir dağılımı üzerinde belirgin bir biçimde farklılaşıp farklılaşmadığını görmek olduğundan veriler havuzlanmıştır. Beş farklı model tahmin edilmiştir. Birinci model (Model 1) 15 OECD ülkesinin verilerinin havuzlanması ile tahmin edilmiş ve bu ülkelerde genel olarak finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki etkisi test edilmiştir. İkinci ve üçüncü model (Model 2 ve Model 3) ayrı ayrı liberal piyasa ekonomileri ve eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde finansallaşma-gelir eşitsizliği ilişkisini analiz etmek için tahmin edilmiştir. Dördüncü ve beşinci model (Model 4 ve Model 5), farklı kapitalizm türlerinde iddia edildiği gibi emek piyasası kurumlarının, finansallaşmanın işgücü aleyhine yeniden dağıtıcı etkisine karşı koyup koyamadığını test etmek için Model 2 ve Model 3'e etkileşim teriminin eklenmesi ile oluşturulmuş ve tahmin edilmiş olan modellerdir.

Finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki etkisini test etmek için tahmin edilen model aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$INEQUALITY_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIRE_{it} + \beta_2 LABOR_{it} + \beta_3 GDPG_{it} + \beta_4 GSIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1) no'lu eşitlikte  $INEQUALITY_{it}$  ifadesi gelir eşitsizliğini,  $FIRE_{it}$  ifadesi finans sektörünün büyüklüğünü,  $LABOR_{it}$  emek piyasası kurumları endeksinin,  $GDPG_{it}$ , GSYH büyüme oranını ve  $GSIZE_{it}$ , hükümetin büyüklüğünü temsil etmektedir. Ayrıca alternatif olarak aşağıdaki (2) no'lu model de tahmin edilmiştir:

$$INEQUALITY_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIRE_{it} + \beta_2 LABOR_{it} + \beta_3 (LABOR_{it} * FIRE_{it}) + \beta_4 GDPG_{it} + \beta_5 GSIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Bu modelde, (1) no'lu modelden farklı olarak ( $LABOR_{it} * FIRE_{it}$ ) ifadesi, finansallaşma ile emek piyasası kurumları arasındaki etkileşim terimini temsil etmektedir. Teorik olarak işgücünü koruyan emek piyasası kurumlarının zayıf veya gelişmemiş olması durumunda, finans sektöründeki büyüme daha fazla eşitsizlikle ilişkilendirildiğinden (veya tersi), (2) no'lu modelde  $\beta_3$ 'ün değerinin negatif olması beklenmektedir.

Gelir eşitsizliğini ölçmek için akademik çalışmalarda ve kamusal tartışmalarda gini katsayısı sıklıkla başvurulan bireşimli (synthetic) endekslerden biridir (Piketty, 2014: 266; Kuş, 2012; Assa, 2012). 0 ile 100 arasında değer alan bu göstergenin 0'dan itibaren artan değerler alması gelir eşitsizliğinin arttığını göstermektedir. Ancak bu eşitsizlik ölçüsü bir dağılımın eşitsizlik hakkında söyleyebileceği her şeyi –hierarchy'nin en altı ve ortası, ortası ve üstü, üstü ve en üstü arasındaki eşitsizlikleri-tek bir sayısal göstereye indirgemektedir. Aslında çok boyutlu olan gerçekliği tek bir boyuta indirgeyerek gerçekliği sadeleştirir bu endeks, ayrı ayrı değerlendirilmesi gereken şeyleri birbirine karıştırmaktadır. Eşitsizliğin toplumsal gerçekliği ile iktisadi ve politik önemi dağılımın farklı düzeylerinde farklı bir anlam ifade etmektedir ve bunların ayrı ayrı analiz edilmesi önemlidir. Gini endeksindeki değişim ile hiyerarşinin en üstünden yer alanların gelirinde bir artışı veya en altında yer alanların gelirinde bir daralmayı belirlemek güçtür (Piketty, 2014) ve bu ölçü daha çok orta sınıfın gelirlerindeki değişime duyarlıdır (Roberts ve Kwon, 2017:519). Oysa finansal gelire artan bağımlılık, üst düzey yöneticilerin ücretlerinin artışı ile ilişkilendirilmektedir (Lin ve Tomaskovic-Devey, 2013; Piketty, 2014). Ayrıca özellikle gelişmiş toplumlarda en fazla kazananlar arasında finans sektöründe çalışanların olması, finans sektörünün birikim fırsatlarından daha iyi yararlanma becerisinin en zengin hanehalkları ile ilişkili olması nedeniyle bu analizde gelir eşitsizliğinin ölçüsü ve bağımlı değişken olarak "en üstteki %1'lik kesimin ulusal gelirden aldıkları pay" tercih edilmiştir (Roberts ve Kwon, 2017:519; Huber, Petrova ve Stephens, 2018). %1'lik kesimin ulusal gelirden yıllık olarak aldığı pay vergi beyannamelerinde sunulan aile başına vergi ve transfer öncesi piyasa geliri baz alınarak hesaplanmaktadır (Alvaredo, Atkinson, Piketty ve Saez, 2013:4) ve örnekleme yer alan ülkeler için Dünya Eşitsizlik Veritabanı'ndan (The World Inequality Database-WID.world) elde edilmiştir.

Finansallaşmanın ortak tek bir ölçüsü yoktur. Nitekim son yıllarda bu konu ile ilgili yapılan analizlerde finansallaşma göstergesi olarak finansal olmayan sektörün faiz ve temettü gelirlerinin toplam katma değerine oranının veya kısaca finansal olmayan sektörde rantierlerin payının (Stockhammer, 2004), finansal olmayan firmaların portföy gelirlerinin nakit akışına oranının (Krippner, 2011:34), hisse senedi piyasasında toplam varlıkların değerinin GSYH'ya oranının, GSYH oranı olarak vergiden önce banka geliri açısından ölçülen banka karlılığının, banka varlıkları içinde menkul değerlerin (Kuş, 2012: 586-487) kullanıldığı dikkat çekse de, bu çalışmada *toplam katma değer içinde finans sektörü katma değerinin payı* kullanılmıştır (Assa, 2012:36; Huber, Petrova ve Stephens, 2018). Ulusal hesaplar içinde finans sektörü katma değerini elde etmek için finansal aracılık (financial intermediation), gayrimenkul (real estate) ve işletme faaliyetlerin (business activities) katma değerlerinin toplamı alınmıştır. Örnekleme yer alan ülkelere ait veriler ise OECD'nin Yapısal Analiz (Structural Analysis-STAN) veri tabanında endüstriyel istatistiklerinden elde edilmiştir.

Finansallaşma ile gelir eşitsizliği ilişkisini analiz ederken, içselliği kontrol etmek ve her bir kapitalizm türünün etkisini açıklayan nedensel mekanizmayı da test etmek için emek piyasası kurumları endeksi oluşturulmuştur (Huber Petrova ve Stephens, 2018:16). Bu endeks oluşturulurken üç farklı seriden yararlanılmıştır ve bu serilerin her biri Visser'den (2016) elde edilmiştir. Birinci değişken sendika yoğunluğu oranıdır. Bu oran, toplam istihdam içerisinde ücret geliri elde edenlerin oranı olarak net sendika üyeliği biçiminde ölçülmektedir. 0 ile 100 arasında değer almaktadır. İkinci değişken ücret pazarlığının merkezileşmesinin bir ölçüsüdür. Bu değişken 0 ile 1 arasında değer almaktadır. Son değişken iş konseylerinin veya benzer kurumların gücünü ölçen endekstir. Bu endeks 0 ile 4 arasında ölçeklendirilmiştir. 0 değerini alması iş konseyleri veya benzer kurumların olmaması veya istisna olması durumunu temsil ederken, 4 değerini alması ise çalışma konseyleri veya zorunlu temsilcilerin sendikaların yanında veya sendikaların yerine toplu sözleşmeleri resmi olarak müzakere edebilmesini temsil etmektedir. Dolayısıyla sıfırdan itibaren artan değerler iş konseylerinin artan gücüne işaret etmektedir. Emek piyasası kurumları endeksi, değişkenlerin 0 ile 100 arasında yeniden ağırlıklandırılması suretiyle

oluşturulmuştur. Bu endeksin sıfırdan itibaren artan değer alması emek piyasasında işgücü lehine kurumsal yapının güçlendiğine işaret etmektedir.

Gayri safi yurt içi hasılanın yıllık reel büyüme oranı (GDPG) finansallaşmanın, iktisadi büyüme yoluyla gelir eşitsizliğini etkileyebilmesi nedeni ile modele dahil edilmiştir (Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine, 2007). Son olarak, GSIZE, hükümetin büyüklüğünü temsil etmekte ve hükümetin tüketim harcamalarının GSYH içindeki payı ile ölçülmektedir. Bu değişkenin gelir eşitsizliği üzerindeki etkisi çok net değildir. Eğer vergi ve transfer sistemi ile yeniden dağılımın çoğu düşük gelir gruplarına ise hükümetin daha fazla tüketim harcaması yapması gelir eşitsizliğini azaltacaktır. Ancak eğer zengin hanehalkları yoksulların sömürülmesi için daha fazla politik güce sahipse aksine eşitsizliği arttıracak, %1'lik kesimin gelirden aldığı payı arttıracaktır (Clarke, Xu ve Zou, 2006).

## 4.2. Ekonometrik Metodoloji

### 4.2.1. Birim Kök Testleri

Panel zaman serisi analizinde ilk adım analizde kullanılan serilerde birimler arası korelasyonun var olup olmadığının araştırılmasıdır. Çünkü yatay kesit bağımlılığı birim kök testlerinin seçiminde önemli bir kriterdir. Eğer serilerde birimler arasında korelasyon varsa birinci nesil testler bu korelasyonu dikkate almadığından güvenilir sonuçlar vermeyeceği kabul edilmektedir. Bu durumda ikinci nesil testlere başvurmak gerekir. Ayrıca tahmin edilen modelin hata teriminde yatay kesit bağımlılığı eşbütünleşme testleri ve tahmin yöntemlerinin seçimini etkilemektedir. Yine birinci nesil eşbütünleşme testleri ve geleneksel tahmin yöntemleri bu korelasyonu dikkate almadığından ikinci kuşak eşbütünleşme testlerine ve hata düzeltme modellerine başvurmak gerekmektedir.

Bu çalışmada Breusch ve Pagan (1980) LM testi, Pesaran (2004) scaled LM testi ve Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) tarafından önerilen “düzeltilmiş LM testi (bias-adjusted LM test)” başvurulacak olan yatay kesit bağımlılığı testleridir. Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008: 106) tarafından önerilen “düzeltilmiş LM testi (bias-adjusted LM test)” faktör yüklerinin yatay kesit ortalamalarının sıfıra yakın olduğu ve Pesaran (2004) CD testinin tutarlı olmadığı durumda bile tutarlı olan bir test olduğundan bu çalışmada bu test sonuçları temel alınmıştır.

Yatay kesit bağımlılığı testlerinde temel hipotez “yatay kesit birimleri arasında yatay kesit bağımlılığı yoktur” biçiminde ve alternatif hipotez ise “yatay kesit birimleri arasında yatay kesit bağımlılığı vardır” şeklindedir.

Eğer analizde kullanılan serilerde yatay kesit birimleri arasında korelasyon olduğu tespit edilirse, bu seriler için yapılacak birim kök testlerinde ikinci nesil testler daha güvenilir sonuç verecektir. Pesaran (2007) tarafından önerilen panel birim kök testi ikinci nesil testlerden biridir. Bu test heterojen faktör yükleri ile tek faktörlü bir model ortaya koymaktadır (Hurlin ve Mignon, 2007: 19). Standart ADF regresyonunun, bireysel serilerin gecikmeli düzeylerinin ve birinci farklarının yatay kesit ortalamaları ile genişletilmiş bir alternatifini geliştiren Pesaran (2007), bu alternatifi “yatay kesitsel olarak genişletilmiş Dickey-Fuller (CADF)” testi olarak adlandırılmaktadır (Pesaran, 2007: 267).

Kalıntılar serisel olarak korelasyonlu değilse, i. ülke için tanımlanan regresyon,

$$\Delta y_{it} = a_i + b_i y_{i,t-1} + c_i \bar{y}_{t-1} + d_i \Delta \bar{y}_t + e_{it} \quad (3)$$

biçiminde yazılabilir. Bu denklemde  $\bar{y}_{t-1} = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N y_{i,t-1}$  ve  $\Delta \bar{y}_t = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N \Delta y_{i,t}$  'dir (Hurlin ve Mignon, 2007:

19). Temel hipotezi test etmek için (3) no'lu yatay kesitsel olarak genişletilmiş DF (CADF) regresyonunda  $b_i(\hat{b}_i)$  'nin OLS tahmininden elde edilen t istatistiği kullanılır (Pesaran, 2007: 269) ve denklemden t-oranı  $t_i(N, T)$  tarafından,

$$t_i(N, T) = \frac{\Delta y_i' \bar{M}_w y_{i,-1}}{\hat{\sigma}_i (y_{i,-1}' \bar{M}_w y_{i,-1})^{1/2}} \quad (4)$$

şeklinde yazılır. Burada  $\Delta y_i = (\Delta y_{i1}, \Delta y_{i2}, \dots, \Delta y_{iT})'$ ,  $y_{i,-1} = (y_{i0}, y_{i1}, \dots, y_{i,T-1})'$

$\bar{M}_w = I_T - \bar{W}(\bar{W}'\bar{W})^{-1}\bar{W}'$ ,  $\bar{W} = (\tau, \Delta \bar{y}, \bar{y}_{-1})$  ve  $\hat{\sigma}_i^2 = \frac{\Delta y_i' M_{i,w} \Delta y_i}{T-4}$  biçiminde gösterilmektedir (Pesaran, 2007: 270).

Pesaran (2007: 276) CADF testi yatay kesitsel olarak genişletilmiş bireysel ADF istatistiğine dayalıdır ve bireysel CADF istatistiklerinin ortalaması CIPS istatistiğini verir. Im, Paseran ve Shin (2003) panel birim kök testinin bir versiyonu olarak, CIPS istatistiği ise aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$CIPS(N, T) = t - bar = N^{-1} \sum_{i=1}^N t_i(N, T) \quad (5)$$

CIPS istatistiğinin bileşik asimptotik dağılımı normal değildir. Pesaran (2007) hem CADF hem de CIPS istatistikleri için sabit ve trendin olmadığı, yalnız sabitin olduğu ve hem sabit hem de trendin bulunduğu modeller ile farklı zaman boyutu (T) ve yatay kesit boyutu (N) için kritik değerler tablosu sunmuştur. Elde edilen CADF ve CIPS istatistikleri bu tablolardan elde edilecek kritik değerler ile karşılaştırılır. Eğer elde edilen CADF ve/veya CIPS istatistiği, kritik değerden mutlak değer olarak büyük ise birim kök olduğunu ileri süren temel hipotez reddedilmektedir. Bu durumda serinin durağan olduğu kabul edilir.



#### 4.2.2. Eşbütünleşme Testi

Eğer tahmin edilen modelin hata teriminde birimler arası korelasyon varsa ikinci nesil eşbütünleşme testlerine başvurmak gerekir. Westerlund (2008) tarafından geliştirilen Durbin-Hausman testi yatay kesit bağımlılığına izin veren ikinci nesil testlerdendir. Ayrıca eğimin heterojenliğine izin verir. Bu teste başvurabilmenin önkoşulu bağımlı değişkenin durağan olmaması yani  $I(1)$  olmasıdır. Bağımsız değişken(ler) ise  $I(0)$  veya  $I(1)$  olabilmektedir.

Westerlund (2008), panel istatistiği,  $DH_p$  ve grup ortalama istatistiği,  $DH_g$  biçiminde iki farklı test ortaya koymaktadır. Panel istatistiği aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$DH_p = \hat{S}_N (\tilde{F} - \hat{F})^2 \hat{A} \hat{A}' \hat{e}_{it-1}^2 \quad (6)$$

(6) no'lu eşitlikte görülen istatistik, temel hipotez ve alternatif hipotez altında otoregresif parametre için ortak bir değer olduğunu varsaymaktadır:  $H_0: \phi_i = 1$  (tüm  $i$ 'ler için) ve  $H_1^P: \phi_i = \phi$  ve  $\phi < 1$  (tüm  $i$ 'ler için).

Grup ortalama istatistiği ise aksine otoregresif parametre için ortak bir değer varsayımı yapmaz ve dolayısı ile boş hipotezin reddedilmesi tüm panel için eşbütünleşmenin olduğu anlamına gelmez. Bu testte hipotezler,  $H_0: \phi_i = 1$  (tüm  $i$ 'ler için) ve  $H_1: \phi_i < 1$  (en azından bazı  $i$ 'ler için) biçimindedir. Grup ortalama istatistiği, (7) no'lu eşitlikteki gibi yazılmaktadır:

$$DH_g = \hat{A} \hat{S}_i (\tilde{F}_i - \hat{F}_i)^2 \hat{A}' \hat{e}_{it-1}^2 \quad (7)$$

#### 4.2.3. Uzun Dönemli İlişkilerin Tahmini: Panel Hata Düzeltme Modeli

Modelde kullanılan değişkenler arasında panel eşbütünleşme testleri ile uzun dönemli ilişki tespit edilmişse, uzun dönem parametrelerinin tahmini aşamasına geçilir. Eğer tahmin edilen modelin hata terimlerinde gözlenemeyen ortak faktörler veya ortak şoklar nedeniyle ortaya çıkan (Tatoğlu, 2017: 299) birimler arası korelasyon veya yatay kesit bağımlılığı tespit edilmişse seçilecek olan tahmincinin bu korelasyona dirençli bir tahminci olması gerekir. Öte yandan panel veride zaman boyutunun artması parametre heterojenliğini de gündeme getirir. Geleneksel havuzlanmış tahmincilerde (sabit etkiler, tesadüfi etkiler vb.) eğim katsayıları tüm yatay kesitler için aynıdır. Ancak bu çalışma bağlamında finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki etkisinin yönünün ve değerinin her ülke için aynı olmasını beklemek doğru değildir. Bu nedenle heterojen panel tahmincilerine başvurmak daha doğru olacaktır. Zaman boyutunun artması analizde kullanılan serilerin durağan olmama sorununu da ortaya çıkarabilir. Bu durumda da durağan olmama durumuna etkin bir tahminci seçmek gerekir.

İkinci nesil tahmincilerden, "Genişletilmiş Ortalama Grup (AMG)" tahmincisi (Eberhardt ve Bond, 2009; Eberhardt ve Teal, 2010) bu kısıtları ortadan kaldırmaktadır. Heterojenlik, değişkenlerin durağan olmaması ve yatay kesit bağımlılığının standart panel tahmincilerinde ciddi sapmalara neden olduğunu ve çeşitli tanılayıcı testlerin bu iddiayı doğruladığını ileri süren Eberhardt ve Bond (2009), iki aşamalı bir yöntem olan AMG tahmincisini önermektedir.

Birinci aşama aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\Delta y_{it} = b' \Delta x_{it} + \sum_{t=2}^T c_t \Delta D_t + e_{it} \\ \Rightarrow \hat{c}_t \equiv \hat{\mu}_t^* \quad (8)$$

(8) no'lu eşitlikte,  $e_{it}$  hata terimidir. Bu eşitlikte gösterilen birinci aşamada model, değişkenlerin birinci farkları alınarak tahmin edilmektedir. Nedeni, durağan olmayan değişkenler ve gözlemlenemeyen faktörlerin, değişkenlerin düzeydeki değerleri ile yapılan regresyon modelinde sapmalı sonuçlar ortaya koyduğu düşüncesidir. Böylelikle  $\hat{m}_t$  ile gösterilen zaman kuklası katsayıları elde edilir. İkinci aşamada tahmin edilen model ise aşağıdaki gibidir:

$$y_{it} = \alpha_i + b_i' x_{it} + c_i t + d_i \hat{\mu}_t^* + e_{it} \\ \hat{b}_{AMG} = N^{-1} \sum_i \hat{b}_i \quad (9)$$

(9) no'lu denklemde gösterilen bu aşamada zaman kuklası değişkeni her bir yatay kesit birimine ait regresyona dahil edilmektedir. Ayrıca doğrusal bir trend terimi de regresyonda yer alır. AMG tahminleri bireysel ülke tahminlerinin ortalaması olarak elde edilir.

#### 4.3. Analiz Sonuçları

Ampirik analiz üç temel aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk olarak serilerde yatay kesit bağımlılığı testi sonuçlarına göre birim kök testleri seçilerek serilerin durağanlığı sınanmıştır. İkinci olarak tahmin edilen modelin hata terimlerinde birimler arası korelasyonun varlığına (veya yokluğuna) bağlı olarak panel eşbütünleşme testleri seçilmiş ve bu panel eşbütünleşme testleri yardımı ile değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Son olarak değişkenler arasında tahmin edilen uzun dönemli ilişkiye bağlı olarak panel hata düzeltme modelleri ile uzun dönem katsayıları tahmin edilmiştir.

### 4.3.1. Birim Kök Testleri

Panel birim kök testlerinin seçiminde, analizde kullanılan değişkenlerde birimler arası korelasyon ya da yatay kesit bağımlılığı etkilidir. Modelde kullanılan serilerde birimler arası korelasyon testi sonuçları Ek Tablo A, Ek Tablo B ve Ek Tablo C’de gösterilmektedir. Sabit ve trendli bir modelden yararlanılmıştır.

Tablo 1. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	Düzye-I(0) Test İstatistiği	Birinci Fark-I(1) Test İstatistiği
<b>Genel Model</b>		
INEQUALITY	-1.945	-3.299***
FIRE	-2.182	-4.367***
LABORINDEX	-2.023	-2.887***
GDPG	-2.545	-3.269***
GFSIZE	-1.223	-3.157***
<b>Liberal Piyasa Ekonomileri</b>		
INEQUALITY	-2.365	-3.770***
FIRE	-2.254	-3.377***
LABORINDEX	-1.496	-3.938***
FIRE*LABOR	-2.422	-4.443***
GDPG	-2.651	-3.726***
GFSIZE	-1.476	-3.439***
<b>Eşgüdümlü Piyasa Ekonomileri</b>		
INEQUALITY	-2.273	-3.941***
FIRE	-2.507	-3.365***
LABORINDEX	-1.733	-3.140***
FIRE*LABOR	-1.898	-3.088**
GDPG	-2.644	-3.940***
GFSIZE	-1.879	-3.421***

Not: \*\*\* \*\* \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Genel model için kritik değerler, %1, %5 ve %10 için sırasıyla -2.96, -2.76 ve -2.66 ve liberal ve eşgüdümlü piyasa ekonomileri için kritik değerler, %1, %5 ve %10 için sırasıyla -3.100, -2.860 ve -2.73'tür.

Breusch ve Pagan (1980) LM testi, Pesaran (2004) scaled LM testi ve Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) tarafından önerilen “düzeltilmiş LM testi (bias-adjusted LM test)” biçimindeki üç ayrı test sonucuna göre tüm seriler için birimler arası yatay kesit bağımlılığı yoktur biçimindeki temel hipotez reddedilmiş, serilerde birimler arasında korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ayrıca Ek Tablo E’de Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından önerilen homojenlik testi sonuçları yer almaktadır. Bu test eğim parametrelerinin yatay kesit birimlerine göre homojen veya heterojen olma durumunu sorgulamaktadır. Ek Tablo E’de yer alan sonuçlara göre temel hipotez reddedilmekte, “eğim parametreleri homojen değildir” biçimindeki alternatif hipotez kabul edilmektedir.

Analizde kullanılan değişkenlerde birimler arası korelasyon tespit edildiğinden bu değişkenlerde durağanlığın sınanmasında, yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil testlerden Pesaran (2007) panel birim kök testine başvurulmuştur. Bu testin sonuçları Tablo 1’de yer almaktadır. Sabitli ve trendli bir modelden yararlanılmıştır.

Tablodaki CIPS testi sonuçlarına göre düzeyde tüm değişkenler için t-bar (CIPS) istatistiği, tablonun altında sunulan ve Pesaran’dan (2007) elde edilen %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyindeki kritik değerlerden mutlak değer olarak küçüktür. Buna göre seriler düzeyde durağan değildir. Bu nedenle serilerin birinci farkları alınmış ve bunların durağanlığı sınanmıştır. Tablo 1’de de görüldüğü gibi bu sonuçlara göre serilerin hepsinin birinci farklarının durağan olduğu tespit edilmiştir.

### 4.3.2. Eşbütünleşme Testi

Ampirik analizde kullanılan değişkenler düzeyde durağan değilse, değişkenler arasında uzun dönemli denge ilişkisinin varlığı panel eşbütünleşme testleri kullanılarak araştırılmaktadır. Çok sayıda eşbütünleşme testinden hangisinin seçileceğini belirleyen ise tahmin edilen modelin hata teriminde yatay kesit bağımlılığının olması veya olmamasıdır. Ek Tablo D’de analizde tahmin edilen her bir model için yatay kesit bağımlılığı testi sonuçları yer almaktadır. Bu sonuçlara göre yatay kesit bağımlılığının yok olduğunu ileri süren temel hipotez reddedildiğinden daha güvenilir sonuç elde etmek

için ikinci nesil testlerden Westerlund (2008) tarafından ortaya konulan Durbin-Hausman panel eşbütünleşme testinden yararlanılmıştır. Bu test yatay kesit bağımlılığının yanı sıra parametre heterojenliğine dirençlidir ve ayrıca bağımsız değişkenler farklı durağanlık düzeylerine sahip olsa da başvurulabilir.

Tablo 2. Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Test İstatistiği	Durbin-H Grup İstatistiği	Durbin-H Panel İstatistiği
Model 1	-2.176 (0.015)**	-1.998 (0.023)**
Model 2	-1.801 (0.036)**	-1.394 (0.099)*
Model 3	-1.615 (0.053)*	-1.564 (0.059)*
Model 4	-1.706 (0.044)**	-1.291 (0.098)*
Model 5	-2.463 (0.007)***	-1.859 (0.032)**

Not: () içindeki değerler olasılık değerleridir. \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir ve “eşbütünleşme yoktur” biçimindeki boş hipotezin reddi anlamına gelir.

Tablo 2’de yer alan panel eşbütünleşme test sonuçlarına göre her bir model için “eşbütünleşme yoktur” biçimindeki temel hipotez farklı anlamlılık düzeylerinde olsa da hem grup (DH<sub>g</sub>) hem de panel (DH<sub>p</sub>) istatistikleriyle reddedilmektedir. Bu sonuçlar gelir eşitsizliği, finansallaşma, emek piyasası endeksi, GSYH büyüme oranı ve hükümetin büyüklüğü arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin varlığını her bir model için doğrulamaktadır.

#### 4.3.3.Uzun Dönemli İlişkilerin Tahmini

Panel hata düzeltme modelinin “genişletilmiş ortalama grup (AMG)” tahmincisi ile tahmin sonuçları Tablo 3, Tablo 4, Tablo 5 ve Tablo 6’da görülmektedir. Bu modellerde bağımlı değişken ve gelir eşitsizliğinin ölçüsü olarak en varlıklı %1’lik kesimin ulusal gelirdeki payı kullanılmıştır. Toplam katma değer içinde finans sektörü katma değerinin payı ise finansallaşma göstergesi olarak analizde yer almıştır.

Tablo 3. Genişletilmiş Ortalama Grup (AMG) Tahmincisiyle Tahmin Sonuçları

<u>MODEL 1</u>				
Ülkeler	FIRE	LABORINDEX	GDPG	GSİZE
Panel Tahmin Sonucu	0.2159 (0.0802)***	-0.0166 (0.0420)	0.0547 (0.0237)**	-0.0164 (0.1057)
Avusturalya	0.4043 (0.0951)***	0.0380 (0.0362)	0.1099 (0.0503)**	0.2670 (0.1631)*
Kanada	0.2313 (0.1251)*	-0.1461 (0.2981)	0.1030 (0.0679)	-0.1170 (0.1215)
İrlanda	0.2510 (0.0739)***	-0.0478 (0.0533)	0.0140 (0.0530)	-0.1317 (0.1696)
Yeni Zelanda	0.1387 (0.2537)	-0.1353 (0.0502)***	0.0466 (0.1272)	-0.2878 (0.3250)
İngiltere	0.4487 (0.1494)***	-0.0490 (0.2409)	0.1224 (0.0584)**	-0.1351 (0.0796)*
ABD	0.7204 (0.1941)***	-1.2573 (0.4203)***	0.1867 (0.0800)**	0.4511 (0.1961)**
Danimarka	-0.0852 (0.0503)*	-0.1483 (0.0448)***	0.0501 (0.0228)**	0.0821 (0.0687)
Finlandiya	0.4514 (0.1998)**	-0.2850 (0.1240)**	-0.0858 (0.0738)	-0.6636 (0.2572)***
Almanya	-0.0992 (0.2572)	-0.2405 (0.1152)**	0.0200 (0.1018)	0.4673 (0.4293)
Japonya	0.3376 (0.4207)	-0.4057 (0.1870)**	0.1985 (0.1084)*	-0.4167 (0.4123)
Hollanda	-0.1187 (0.0605)***	-0.0211 (0.1437)	-0.0195 (0.0561)	0.1121 (0.0801)
Norveç	-0.4410 (0.7347)	0.0549 (0.4429)	0.5281 (0.2607)**	0.6914 (0.4258)*
İsveç	0.3728 (0.1618)**	0.0152 (0.1307)	0.1072 (0.0712)	-0.1287 (0.2780)
Fransa	0.1671 (0.1053)	-0.0379 (0.0155)**	0.1183 (0.0565)**	0.0613 (0.1254)
İtalya	0.2346 (0.1025)**	0.0647 (0.1127)	0.0085 (0.0758)	-0.3045 (0.1534)**

Not: Bağımlı değişken: En varlıklı %1’lik kesimin ülkenin toplam geliri içindeki payı. Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir. \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılıkları göstermektedir.

Farklı örneklemeler ile tahmin edilen beş farklı modelde ulaşılan ortak sonuç finansallaşmanın gelir eşitsizliğinin artışına katkıda bulunduğudır. Bu sonuçlar literatürdeki diğer çalışmaların sonuçları ile uyumludur (Kuş, 2012; Assa, 2012; Bradford, Arnum ve Naples, 2013; Roberts ve Kwon, 2017).

Tablo 3'te yer alan sonuçlar genel olarak örneklemde yer alan OECD ülkelerinde gelir eşitsizliği ve finansallaşma ilişkisini ortaya koymaktadır. Buna göre, OECD ülkelerinde finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkiyi gösteren katsayı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Finans sektörü katma değerinde %1 artış, gelir eşitsizliğini yaklaşık % 0.22 oranında arttırmaktadır. Modelde yer alan emek piyasası kurumları endeksinin ve hükümetin büyüklüğünü temsil eden değişkenin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı değildir. GSYH büyüme oranının katsayısı ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Büyüme oranında %1 artış gelir eşitsizliğini % 0.05 oranında arttırmaktadır.

Genişletilmiş ortalama grup (AMG) tahmincisinin önemli bir özelliği daha önce belirtildiği gibi örneklemde yer alan her bir yatay kesit birimi yani her bir ülke için ayrı ayrı eğim parametresi tahmin edebilmesidir. Tahmin sonuçlarına göre 8 OECD ülkesinde (Avusturalya, Kanada, İrlanda, İngiltere, ABD, Finlandiya, İsveç ve İtalya) finansallaşma ile gelir eşitsizliği arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Bu ülkelerden Avusturalya, Kanada, İrlanda, İngiltere ve ABD, kapitalizmin türleri (varieties of capitalism) literatürüne göre liberal piyasa ekonomileridir ve bu ekonomilerde finansallaşma ile gelir eşitsizliği ilişkisine ilişkin en büyük eğim parametresi 0.72 ile ABD, 0.45 ile İngiltere ve 0.40 ile Avusturalya'ya aittir. Bu bulgular, liberal ekonomilerde finans sektörünün ekonomide artan ağırlığının, daha fazla gelir eşitsizliğine neden olduğu yolundaki iddiaları destekler niteliktedir. Hollanda ve Danimarka'da gelir eşitsizliği ile finansallaşma arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Almanya, Japonya, Norveç ve Fransa'da ise finansallaşma ile gelir eşitsizliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 4. Genişletilmiş Ortalama Grup (AMG) Tahmincisiyle Tahmin Sonuçları (LME için)

<b>MODEL 2</b>				
Ülkeler	FIRE	LABORINDEX	GDPG	GSIZE
Panel Tahmin Sonucu	0.3197 (0.0200)***	-0.1559 (0.0765)**	0.0165 (0.0473)	0.0266 (0.1697)
Avusturalya	0.3568 (0.1101)***	0.0531 (0.0336)*	0.0776 (0.0590)	0.3306 (0.1839)*
Kanada	0.3358 (0.0934)***	-0.3339 (0.2976)	0.0327 (0.0698)	-0.2932 (0.0990)***
İrlanda	0.2740 (0.0350)***	-0.0736 (0.0426)*	-0.0030 (0.0410)	-0.1121 (0.0918)
Yeni Zelanda	-0.2239 (0.1148)**	-0.1569 (0.0445)***	-0.0032 (0.1222)	-0.1956 (0.3075)
İngiltere	0.3111 (0.1507)**	-0.2614 (0.2097)	0.0997 (0.0564)*	0.0048 (0.0700)
ABD	0.8267 (0.0672)***	-1.1396 (0.3328)***	0.2194 (0.0840)***	0.6077 (0.1729)***

Not: Bağımlı değişken: En varlıklı %1'lik kesimin ülkenin toplam geliri içindeki payı. Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir. \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılıkları göstermektedir.

Liberal piyasa ekonomileri ve eşgüdümlü piyasa ekonomileri arasındaki bu farklılaşmadan da destek olarak aynı model bu kez her bir kapitalizm türü için ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Tablo 4'de liberal piyasa ekonomileri ve Tablo 5'te ise eşgüdümlü piyasa ekonomileri için tahmin sonuçları görülmektedir. Tablo 4'de liberal piyasa ekonomileri için tahmin edilen modele göre finans sektörü katma değerinde %1 artış, gelir eşitsizliğini yaklaşık %0.32 oranında arttırmaktadır. Tek tek ülke katsayıları incelendiğinde ise finans sektörü katma değerinde %1 artış, gelir eşitsizliğini Avusturalya'da %0.36, Kanada'da %0.34, İrlanda'da %0.28, İngiltere'de % 0.31 ve ABD'de % 0.83 oranında arttırmaktadır. Finansallaşma gelir eşitsizliği üzerinde en büyük etkiyi ABD'de yaratmaktadır. Tablo 5'te yer alan sonuçlara göre eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde ise finans sektörünün ekonomideki ağırlığında %1 artış, gelir eşitsizliğini %0.22 oranında arttırmaktadır. Bu katsayının liberal ekonomilerde daha büyük olması, finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkide kurumsal farklılıkların önemli olabileceğine dair kapitalizm türleri literatürünü destekleyici bir ampirik bulgudur ve Roberts ve Kwon'un (2017) ampirik bulguları ile uyumludur.

Tablo 5. Genişletilmiş Ortalama Grup (AMG) Tahmincisiyle Tahmin Sonuçları (CME için)

<b>MODEL 3</b>				
Ülkeler	FIRE	LABORINDEX	GDPG	GSIZE
Panel Tahmin Sonucu	0.2178 (0.0968)**	-0.0409 (0.1309)	0.1158 (0.0785)	-0.0843 (0.1194)
Danimarka	-0.2063 (0.1158)*	-0.1855 (0.0759)**	0.0618 (0.0560)	0.3898 (0.1460)***
Finlandiya	0.4819 (0.0847)***	0.3123 (0.1213)***	-0.0892 (0.0707)	-0.6786 (0.1949)***

<i>Almanya</i>	0.4337 (0.2491)*	-0.3836 (0.1314)***	0.0100 (0.1255)	-0.0124 (0.5100)
<i>Japonya</i>	0.3615 (0.3567)	0.3812 (0.1797)**	0.1753 (0.1033)*	-0.5431 (0.3965)
<i>Hollanda</i>	-0.2198 (0.0307)***	-0.0804 (0.1384)	0.0036 (0.0564)	0.0976 (0.0778)
<i>Norveç</i>	0.4629 (0.7067)	-0.8909 (0.2589)***	0.7011 (0.2901)**	0.3158 (0.4357)
<i>İsveç</i>	0.4497 (0.0968)***	-0.0035 (0.1074)	0.1114 (0.0742)	-0.1670 (0.2543)
<i>Fransa</i>	0.2089 (0.0470)***	-0.0422 (0.0128)***	0.1252 (0.0454)***	0.0501 (0.1016)
<i>İtalya</i>	-0.0118 (0.0475)	0.1530 (0.1225)	-0.0565 (0.0786)	-0.2113 (0.1637)

Not: Bağımlı değişken: En varlıklı %1'lik kesimin toplam geliri içindeki payı. Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir. \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılıkları göstermektedir.

Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde finansallaşma-gelir eşitsizliği ilişkisini ortaya koyan bireysel eğitim katsayıları, liberal ekonomilere nazaran daha heterojen niteliktedir. Nitekim bazı ekonomilerde (Danimarka, Hollanda) finansallaşmanın eşitsizliği azalttığı tespit edilmiştir. İtalya'da da eğitim katsayısı Danimarka ve Hollanda gibi pozitif olsa da, istatistiksel olarak anlamlı değildir. Finlandiya, Almanya, İsveç ve Fransa'da finansallaşmanın gelir eşitsizliğini arttırdığı tespit edilmiştir. Fransa hariç diğer üç ekonomide katsayı 0.40'ın üzerindedir. Emek piyasası kurumları endeksi Danimarka, Almanya, Norveç ve Fransa'da negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 6'da görülen alternatif iki model, (1) no'lu eşitliğe etkileşim teriminin, (FIRE\*LABOR), dahil edilmesi ile oluşturulan modellerdir. Liberal ve eşgüdümlü piyasa ekonomileri için ayrı ayrı tahmin edilen bu modellerde amaç, finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkide, emek piyasası kurumlarının gelir eşitsizliğini azaltıcı bir rolü olup olmadığını tespit edilmesidir. Tahmin edilen modelde etkileşim teriminin katsayısının negatif ve anlamlı olması bu rolün varlığının kanıtıdır. Etkileşim teriminin eklenmesi ile finansallaşma ve / veya emek piyasası kurumlarının gelir eşitsizliği üzerindeki toplam etkisi, finansallaşma ve emek piyasası kurumları endeksine göre gelir eşitsizliğinin kısmi türevi ile aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Baltagi, Demetriades ve Law, 2007: 9):

$$\frac{\partial(INEQUALITY)}{\partial(FIRE)} = \beta_1 + \beta_3(LABORINDEX)$$

$$\frac{\partial(INEQUALITY)}{\partial(LABORINDEX)} = \beta_2 + \beta_3(FIRE)$$

Liberal piyasa ekonomileri için tahmin edilen modelde, finansallaşma ile gelir eşitsizliği arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Finans sektörünün ekonomideki ağırlığında (katma değerinde) %1 artış, uzun dönemde diğer faktörler sabitken gelir eşitsizliğini % 0.97 oranında arttırmaktadır. Emek piyasası kurumları endeksi tahmin edilen modelde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ancak model dahil edilen etkileşim teriminin (FIRE\*LABOR) modeldeki katsayısı %90 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretlidir. Etkileşim teriminin değeri -0.03721'dir ve bu katsayı aracılığı ile finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki toplam etkisi aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\frac{\partial(INEQUALITY)}{\partial(FIRE)} = 0.97111 - 0.03721(LABORINDEX)$$

Buna göre, etkileşim teriminin katsayısının negatif olması emek piyasası kurumlarının finansallaşmanın işgücü aleyhine yeniden dağıtıcı etkisine karşı koyduğunu göstermektedir. Diğer bir ifade ile emek piyasası kurumlarının zayıf olduğu durumda, finans sektörünün ekonomide artan ağırlığı daha fazla gelir eşitsizliği anlamına gelmektedir. Ya da tam tersi emek piyasası kurumları güçlü ise finansallaşmanın bu olumsuz etkisi emek piyasası kurumları tarafından azaltılacaktır. Ancak yukarıdaki eşitliğe göre liberal piyasa ekonomilerinde finansallaşmanın gelir eşitsizliğini arttırıcı etkisini azaltması için emek piyasası kurumları endeksinin değerinin en az 26.09'a eşit olması ya da bu değerden büyük olması gerekmektedir. Ancak liberal piyasa ekonomilerinde bu değer 1995'ten bu yana ortalama değerinin 20'ye yakın bir değer alması emek piyasası kurumlarının finansallaşmanın işgücü lehine yeniden dağıtıcı sonuçlarını engel olabilecek veya bu etkiyi tersine döndürecek bir düzeyde olmadığını göstermektedir. Bu sonuç ayrıca kapitalizm türlerinden liberal ekonomiler için ortaya konulan tezi de desteklemektedir.

Tablo 6. Genişletilmiş Ortalama Grup (AMG) Tahminciyle Tahmin Sonuçları (Etkileşim Terimli Model)

	<u>MODEL 4</u>	<u>MODEL 5</u>
	<i>Liberal Piyasa Ekonomileri</i>	<i>Eşgüdümlü Piyasa Ekonomileri</i>
<i>FIRE</i>	0.971 (0.418)**	0.743 (0.086)***
<i>LABORINDEX</i>	0.841 (0.668)	0.847 (0.325)***
<i>FIRE*LABORINDEX</i>	-0.037 (0.022)*	-0.033 (0.012)***
<i>GDPG</i>	0.049 (0.036)	0.054 (0.022)**
<i>GSIZE</i>	-0.012 (0.015)	-0.003 (0.012)
<i>_CONS</i>	-16.03 (11.33)	-25.54 (23.36)

Not: Bağımlı değişken: En varlıklı %1'lik kesimin ülkenin toplam geliri içindeki payı. Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir. \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılıkları göstermektedir.

Eşgüdümlü piyasa ekonomileri için Tablo 6'da tahmin edilen model sonuçlarına göre finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki etkisi liberal piyasa ekonomilerine nazaran daha küçüktür. Finans sektörü katma değerinde %1 artış, bu ekonomilerde gelir eşitsizliğini % 0.74 oranında arttırmaktadır. Emek piyasası endeksi endeksi %99 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif işaretlidir. Bu katsayı finansallaşma düzeyi sıfır olduğunda emek piyasası kurumları endeksinin etkisini göstermektedir. Bu değer de gerçek durumu yansıtmadığından tek başına bu değişkenin katsayısını yorumlamak doğru değildir (Huber, Petrova ve Stephens, 2018). Etkileşim teriminin katsayısı ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretlidir. Bu katsayının eşgüdümlü piyasa ekonomileri için anlamını görmek adına aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\frac{\partial(INEQUALITY)}{\partial(FIRE)} = 0.74394 - 0.03323 (LABORINDEX)$$

Etkileşim teriminin negatif işaretli olması beklentileri doğrular biçimde eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki negatif etkisini azaltmak için emek piyasası kurumlarının güçlü olması gerektiğine işaret etmektedir. Finansallaşmanın işgücü aleyhine yeniden dağıtıcı etkisini ortadan kaldırmak için emek piyasası kurumları endeksi değerinin en az 22.3867 ve bu değerden daha büyük olması gerekmektedir. Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde bu endeksin son yıllardaki *ortalama* değerinin 40 civarında olması bu ekonomilerde emek piyasası kurumlarının finansallaşmanın negatif etkilerini azaltacak düzeyde olduğunu göstermektedir. Bu karşılaştırmalı sonuç çalışmanın temel tezini destekleyecek niteliktedir: Finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkide kurumsal yapı kritik bir rol oynamaktadır. Ayrıca kişi başına düşen gelirin büyüme oranının katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu katsayı finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerinde iktisadi büyüme aracılığı ile etkili olabileceği varsayımını (Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine, 2007) doğrular niteliktedir.

## 5. Sonuç

Finansallaşma, otuz yılı aşkın süredir iktisadi sistemin işleyişini değiştiren en önemli gelişmelerden biridir. Bu konu ile ilgili yapılan çalışmalar özellikle endüstriyel ekonominin temel mantığını ve toplumun iç işleyişini nasıl dönüştürdüğünü ve bunların etkilerini sorgulamaktadır (van der Zwan, 2014). Bu dönüşümün, gelir eşitsizliği üzerindeki etkisi son yıllarda sıklıkla tartışılan konulardandır.

Finansallaşma, reel sektöre nazaran finans sektörünün nisbi önemini arttırmıştır. Finansal gelire artan bağımlılık, ekonominin potansiyel büyüme ve istikrarına da zarar vererek, kaynakların işçilerden ve reel üretimden finansal birimlere ve finansal piyasalara yeniden dağılımına neden olmuştur. Finansallaşma ile birlikte finansal olmayan firmaların da davranışında temel yönlendirici ilke olarak hissedar değerinin ortaya çıkışı, firmaların temel amacını hissedarlarına kar sağlamak biçiminde değiştirmiş, şirketlerin performansı hisse başına kazanç gibi finansal bir ölçülerle değerlendirilmeye başlamıştır (Lazonick, 2010). Bu süreç ücret belirleme ve iktisadi artığın (surplus) dağıtım sürecinde firma sahiplerinin ve yöneticilerin pazarlık gücünü arttırmış, işçiler ise reel ücretlerinde durgunluk ve artan borçluluk ile karşı karşıya kalmıştır. Uzun dönemde finansallaşma, üretimin toplumsal ilişkilerini yeniden yapılandırarak finansal elitlere daha fazla ayrıcalık tanımış, ulusal gelirden bu kesimin aldığı payı ve dolayısıyla gelir eşitsizliğini arttırmıştır (Roberst ve Kwon, 2017).

Ancak bu ilişkide gözden kaçan husus bu yeniden dağıtım sürecinin ülkelerin kurumsal yapısına göre farklılaşabileceği hususudur. Son yıllarda literatürde bu konu ile ilgili ampirik çalışmalar artış gösterse de (Roberts ve Kwon, 2017; Huber, Petrova ve Stephens, 2018) hala sınırlıdır. Bu nedenle bu çalışmada, kapitalizm türleri (varieties of capitalism) literatüründen destek alarak finansallaşma-gelir eşitsizliği ilişkisinin ulusal kapitalizmlerin farklı ulusal kurumsal yapılarına bağlı olarak farklılaşp farklılaşmadığı analiz edilmiştir. Bu amaçla 15 OECD ülkesinin 1980-2010 dönemine ait verileri kullanılmıştır. Kapitalizm türleri literatürünün iki ideal kapitalizm sınıflaması-liberal piyasa

ekonomileri ve eşgüdümlü piyasa ekonomileri- temel alınarak OECD ülkeleri iki alt gruba ayrılmıştır. Ampirik analizde heterojen panel veri modelleri içerisinde yer alan “Genişletilmiş Ortalama Grup (AMG)” tahmincisinden yararlanılmıştır.

Teorik olarak liberal piyasa ekonomilerinde endüstriyel ilişkiler ve kurumsal yönetişimin piyasa ilişkileri tarafından yönetilmesi nedeniyle finans sektöründeki büyümenin, ulusal gelirden %1’lik kesimin aldığı payı arttırması dolayısıyla daha yüksek bir gelir eşitsizliğine neden olması beklenmektedir. Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde ise işgücünün liberal ekonomilere nazaran güçlü konumu ve işçi, işveren ve devlet arasındaki işbirlikçi ilişkiler nedeniyle finansallaşmanın eşitsizliği artırıcı etkisine karşı koyduğu, dolayısıyla bu ekonomilerde finans sektöründeki büyümenin gelir eşitsizliğini daha az arttırması umulmaktadır. Nitekim ampirik analiz sonuçları bu teorik beklentileri doğrular niteliktedir ve bu sonuçlar Roberts ve Kwon (2017) ve Huber, Petrova ve Stephens’in (2018) sonuçları ile uyumludur. Ayrıca tahmin edilen tüm modellerde finansallaşma ile gelir eşitsizliği arasındaki ilişki literatürdeki çok sayıda çalışmanın sonuçları (Kuş, 2012; Assa, 2012; Bradford, Arnum ve Naples, 2013; Tunalı ve Özdemir, 2017; Yeldan, 2000; Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011; Godechot, 2016) ile uyumlu ve pozitifdir. Ancak bu etki liberal piyasa ekonomilerinde, eşgüdümlü piyasa ekonomilerine nazaran daha büyüktür. Ampirik sonuçların finansallaşmanın gelir eşitsizliğini arttırdığını ortaya koyması ve bu etkinin liberal ekonomilerde daha fazla olduğunun tespiti kurumların önemine işaret etmektedir.

## KAYNAKÇA

- Åberg, Rune. 1989. "Distributive Mechanisms of the Welfare State: A Formal Analysis and an Empirical Application." *European Sociological Review*, 5 (2): 167-182.
- Ahrens, Joachim, Schweickert, Rainer and Zenker, Juliane. 2015. "Varieties of Capitalism and Government Spending in Developed and Developing Countries." *Journal of Economic Development*, 40(1): 113-136.
- Albert, Michel. 1993. *Capitalism Against Capitalism*. Translate: Paul Haviland, London: Whurr Publisher.
- Alderson, Arthur S. and Nielsen, Francois. 2002. "Globalization and the Great U-turn: Income Inequality Trends in 16 OECD Countries." *American Journal of Sociology*, 107(5): 1244-1299.
- Arrighi, Giovanni. 2000. *Uzun Yirminci Yüzyıl: Para, Güç ve Çağımızın Kökenleri*. Çev: Recep Boztemur. Ankara: İmge Yayınları.
- Assa, Jacob. 2012. "Financialization and Its Consequences: The OECD Experience." *Finance Research*, 1(1): 35-39.
- Alvaredo, Facundo, Atkinson, Anthony B., Piketty, Thomas and Saez, Emmanuel. 2013. "The Top 1 Percent in International and Historical Perspective". *Journal of Economic Perspectives*, 27 (3): 3–20.
- Baltagi, Badi, Demetriades, Panicos and Law, S. Hook. 2007. "Financial Development, Openness and Institutions: Evidence From Panel Data". Working Paper No. 07/05.
- Beck, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli and Levine, Ross. 2007. Finance, Inequality and the Poor. *Journal of Economic Growth*, 12: 27–49.
- Bergh, Andreas and Nilsson, Therese. 2010. "Do Liberalization and Globalization Increase Income Inequality?." *European Journal of Political Economy*, 26 (4): 488-505.
- Breusch, Trevor S. and Pagan, Adrian R. 1980. "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics". *The Review of Economic Studies*, 47(1): 239-253.
- Clarke, George, Xu, Lixin C. and Zou, Heng-Fu. 2006. "Finance and Income Inequality: What do the Data Tell Us?". *Southern Economic Journal*, 72:578–96.
- Cynamon, Barry Z. and Fazzari, Steven M. 2013. "Inequality and Household Finance During the Consumer Age". No. 752. Working Paper.
- Davis, Gerald F. 2009. *Managed by the Markets: How Finance Reshaped America*, Oxford: Oxford University Press.
- Davis, Gerald F. and Kim, Suntae. 2015. "Financialization of the Economy". *Annual Review of Sociology*, 41: 203-221.
- Deeg, Richard. 2010. "Institutional Change in Financial Systems". Glenn Morgan, John L. Campbell, Colin Crouch, Ove Kaj Pedersen and Richard Whitley (Eds.). *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis*. (pp. 309-334). New York: Oxford University Press.
- Eberhart Markus and Bond, Stephen R. 2009. "Cross-sectional Dependence In Non-stationary Panel Models: A Novel Estimator". Nordic Econometric Meetings, Sweden.
- Eberhart, Markus and Teal Francis. 2010. "Productivity Analysis in the Global Manufacturing Production". Department of Economics, University of Oxford.
- Epstein, Gerald A. 2004. *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UK: Edgar Elgar.
- Godechot, Olivier. 2016. "Financialization is Marketization: A Study of the Respective Impacts of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality." *Sociological Science* 3: 495-519.
- Hall Peter A. and Soskice, David. 2001. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press: New York.
- Hall, Peter A., and Daniel W. Gingerich. 2009. "Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy". *British Journal of Political Science*, 39(3): 449-482.
- Huber, Evelyne, Bilyana, Petrova and Stephens, John D. 2018. "Financialization and Inequality in Coordinated and Liberal Market Economies". LIS Working Paper Series, No.750: 1-42.
- Hurlin, Christophe and Mignon Valerie. 2007. "Second Generation Panel Unit Root Tests." <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00159842/document>: 1-24, (Erişim Tarihi: 15.01. 2019).
- Im, Kyung S., Hashem M. Pesaran and Yongcheol Shin. 2003. "Testing for Unit Roots In Heterogeneous Panels." *Journal of Econometrics*, 115(1): 53-74.
- Jackson, Gregory and Deeg, Richard. 2006. "How Many Varieties of Capitalism: Comparing the Comparative Institutional Analyses of Capitalist Diversity", MPIfG Discussion Paper, 06-2.
- Keynes, John M. 1936[2013]. *The General Theory of Employment, Interest and Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Volume VII, New York: Cambridge University Press.
- Krippner, Greta R. 2011. *Capitalizing On Crisis: The Political Origins of The Rise of Finance*. Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press.
- Kumhof, Michael, Romain Rancièrè and Pablo Winant. 2015. "Inequality, Leverage, and Crises." *American Economic Review*, 105(3): 1217-45.
- Kus, Basak. 2012. "Financialisation and Income Inequality in OECD Nations: 1995-2007." *The Economic and Social Review*, 43 (4), 477-495.
- Lazonick, William. 2010. "Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation." *The Business History Review*, 84 (4): 675–702.
- Lin, Ken-Hou and Tomaskovic-Devey, Donald. 2013. "Financialization and US Income Inequality, 1970–2008". *American Journal of Sociology*, 118 (5): 1284-1329.



- Palley, Thomas I. 2013. *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. New York: Palgrave Macmillan.
- Piketty, Thomas. 2014. *Capital In The Twenty-First Century*. Translated by Arthur Goldhammer. Cambridge, Massachusetts, London, England: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Pesaran, M. Hashem, Shin, Yongcheol and Smith, Ron P. 1999. "Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels". *Journal of the American Statistical Association*, 94 (446): 621–634.
- Pesaran, M. Hashem. 2004. "General Diagnostic Tests For Cross Section Dependence In Panels". University of Cambridge, Working Paper, CWPE 0435.
- Pesaran, M. Hashem. 2006. "Estimation and Inference In Large Heterogenous Panels With Multifactor Error Structure". *Econometrica*, 74: 967-1012.
- Pesaran, M. Hashem. 2007. "A Simple Panel Unit Root Test in The Presence of Cross-Section Dependence". *Journal of Applied Econometrics*, 22(2): 265-312.
- Pesaran, M. Hashem and Yamagata, Takashi. 2008. "Testing Slope Homogeneity In Large Panels". *Journal of Econometrics*, 142(1): 50-93.
- Pesaran, M. Hashem, Ullah, Aman ve Yamagata, Takashi. 2008. "A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence". *The Econometrics Journal*, (11): 105-127.
- Pontusson, Jonas, Rueda, David, and Way, Christopher R. 2002. "Comparative Political Economy of Wage Distribution: The Role of Partisanship and Labour Market Institutions." *British Journal of Political Science*, 32 (2): 281-308.
- Rajan, Raghuram G. 2010. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton: Princeton University Press.
- Roberts, Anthony, and Kwon, Roy. 2017. "Finance, Inequality and the Varieties of Capitalism in Post-Industrial Democracies". *Socio-Economic Review*, 15(3): 511-538.
- Schneider, Ben Ross, and Soskice, David. 2009. "Inequality in Developed Countries and Latin America: Coordinated, Liberal and Hierarchical systems." *Economy and Society*, 38 (1): 17-52.
- Schneider, Martin R. and Paunescu, Mihai. 2012. "Changing Varieties of Capitalism and Revealed Comparative Advantages From 1990 to 2005: A Test of the Hall and Soskice Claims". *Socio-Economic Review*, 10 (4): 731–753.
- Skidelsky, Edward and Skidelsky, Robert. 2012. *How Much is Enough?: Money and the Good Life*. New York: Other Press.
- Stiglitz, Joseph E. 2012. *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future*. USA: W.W. Norton & Company Inc.
- Stiglitz, Joseph. 2019. "From Yellow Vests to the Green New Deal". <https://www.project-syndicate.org/commentary/yellow-vests-green-new-deal-by-joseph-e-stiglitz-2019-01?barrier=accesspaylog>, (Erişim Tarihi: 10.10.2019).
- Stockhammer, Engelbert. 2004. "Financialisation and the Slowdown of Accumulation." *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5): 719-741.
- Stockhammer, Engelbert. 2012. "Financialization, Income Distribution and the Crisis." *Investigación Económica*, 71: 39–70.
- Tatoğlu, Ferda Y. 2017. *Panel Zaman Serileri Analizi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Temin, Peter. 2017. *The Vanishing Middle Class: Prejudice and Power in a Dual Economy*. Cambridge: The MIT Press.
- Thelen, Kathleen. 2012. "Varieties of Capitalism: Trajectories of Liberalization and the New Politics of Social Solidarity". *Annual Review of Political Science*, 15 (1): 137-159.
- Tomaskovic-Devey, Donald, and Ken-Hou Lin. 2011. "Income Dynamics, Economic Rents, and the Financialization of the US Economy." *American Sociological Review*, 76 (4): 538-559.
- Tunalı, Halil ve Özdemir, Onur. 2017. "Türkiye’de Finansallaşmanın Emek Payı Üzerindeki Etkisi Üstüne Bir Deneme". *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 67 (1): 57-116.
- Van Arnum, Bradford M., and Naples, Michele I. 2013. "Financialization and Income Inequality in the United States, 1967–2010". *American Journal of Economics and Sociology*, 72(5): 1158-1182.
- Van der Zwan, Natascha. 2014. "Making Sense of Financialization." *Socio-Economic Review*, 12(1): 99-129.
- Visser, Jelle, 2016. ICTWSS Data Base. Version 5.1. Amsterdam: Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies (AIAS), University of Amsterdam.
- Wade, Robert Hunter. 2004. "Is Globalization Reducing Poverty and Inequality?." *International Journal of Health Services* 34(3): 381-414.
- Westerlund, Joakim. 2008. "Panel Cointegration Tests of the Fisher Effect". *Journal of Applied Econometrics*, 23(2): 193-223.
- Williamson, Jeffrey G. 1997. "Globalization and Inequality, Past and Present." *The World Bank Research Observer*, 12 (2): 117-135.
- Yeldan, Erinç. 2000. "The Impact of Financial Liberalization and the Rise of Financial Rents on Income Inequality: The Case of Turkey." UNU/WIDER Working Paper No. 206: 1-29.

**EKLER**

Ek Tablo A. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (Genel Model için)

	<i>Breusch-Pagan LM</i>	<i>Pesaran (2004) CD LM</i>	<i>Düzeltilmiş LM</i> ( <i>bias-adjusted LM</i> )
	<i>Test İst.</i>	<i>Test İst.</i>	<i>Test İst.</i>
<i>Değişkenler</i>			
<i>INEQUALTY</i>	138.283 (0.016)**	2.293 (0.011)***	13.046 (0.000)***
<i>FIRE</i>	134.126 (0.029)**	2.010 (0.022)**	13.676 (0.000)***
<i>LABORINDEX</i>	172.459 (0.000)***	4.655 (0.000)***	16.470 (0.000)***
<i>FIRE*LABOR</i>	224.476 (0.000)***	8.244 (0.000)***	17.870 (0.000)***
<i>PGDPG</i>	127.512 (0.067)*	1.553 (0.060)*	5.759 (0.000)***
<i>GSIZE</i>	137.987 (0.017)**	2.276 (0.011)***	59.19 (0.000)***

Not: \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir. ( ) içindeki değerler olasılık (p) değerleridir.

Ek Tablo B. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları (LME için)

	<i>Breusch-Pagan LM</i>	<i>Pesaran (2004) CD LM</i>	<i>Düzeltilmiş LM</i> ( <i>bias-adjusted LM</i> )
	<i>Test İst.</i>	<i>Test İst.</i>	<i>Test İst.</i>
<i>Değişkenler</i>			
<i>INEQUALTY</i>	66.416 (0.000)***	9.387 (0.000)***	40.966 (0.000)***
<i>FIRE</i>	64.078 (0.000)**	8.960 (0.000)***	38.438 (0.000)***
<i>LABORINDEX</i>	140.186 (0.000)***	22.855 (0.000)***	26.863 (0.000)***
<i>FIRE*LABOR</i>	91.881 (0.000)***	14.036 (0.000)***	20.683 (0.000)***
<i>PGDPG</i>	140.138 (0.000)***	22.847 (0.000)***	3.630 (0.000)***
<i>GSIZE</i>	143.409 (0.000)***	23.444 (0.000)***	30.500 (0.000)***

Not: \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 anlamlılık düzeyini göstermektedir. ( ) içindeki değerler olasılık (p) değerleridir.

Ek Tablo C. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları (CME için)

	<i>Breusch-Pagan LM</i>	<i>Pesaran (2004) CD LM</i>	<i>Düzeltilmiş LM</i> ( <i>bias-adjusted LM</i> )
	<i>Test İst.</i>	<i>Test İst.</i>	<i>Test İst.</i>
<i>Değişkenler</i>			
<i>INEQUALTY</i>	138.016 (0.000)***	12.022 (0.000)***	11.120 (0.000)***
<i>FIRE</i>	159.793 (0.000)***	14.589 (0.000)***	20.240 (0.000)***
<i>LABORINDEX</i>	253.888 (0.000)***	25.678 (0.000)***	19.137 (0.000)***
<i>FIRE*LABOR</i>	282.311 (0.000)***	29.028 (0.000)***	14.681 (0.000)***
<i>GDPG</i>	352.811 (0.000)***	37.336 (0.000)***	17.156 (0.000)***
<i>GSIZE</i>	250.800 (0.000)***	25.314 (0.000)***	13.607 (0.000)***

Not: \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir. ( ) içindeki değerler olasılık (p) değerleridir.

Ek Tablo D. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

	<i>Breusch-Pagan LM</i>	<i>Pesaran (2004) CD LM</i>	<i>Düzeltilmiş LM</i> <i>(bias-adjusted LM)</i>
	<i>Test İst.</i>	<i>Test İst.</i>	<i>Test İst.</i>
<i>Model 1</i>	372.609 (0.000)***	18.466 (0.000)***	10.176 (0.000)***
<i>Model 2</i>	62.310 (0.000)***	8.637 (0.000)***	3.634 (0.000)***
<i>Model 3</i>	93.760 (0.000)***	6.807 (0.000)***	2.658 (0.000)***
<i>Model 4</i>	54.785 (0.000)***	7.263 (0.000)***	4.081 (0.000)***
<i>Model 5</i>	93.522 (0.000)***	6.779 (0.000)***	1.771 (0.000)**

Not: \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir. ( ) içindeki değerler olasılık (p) değerleridir.

Ek Tablo E. Homojenlik Testi Sonuçları

<i>Testler</i>	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>	<i>Model 4</i>	<i>Model 5</i>
	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Test İstatistiği</i>
$\tilde{\Delta}$	3.986 (0.000)***	4.441 (0.002)***	6.730 (0.000)***	3.890 (0.000)***	5.954 (0.000)***
$\tilde{\Delta}_{adj}$	4.436 (0.000)***	4.941 (0.000)***	7.489 (0.000)***	4.328 (0.000)***	6.625 (0.000)***

Not: \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir. ( ) içindeki değerler olasılık değerleridir.