



**T.C.
ONDOKUZ MAYIS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**FİNANSAL OLMAYAN İŞLETMELERDE
FİNANSALLAŞMA: BORSA İSTANBUL'DA BİR
UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Arzu ÇİRLİ

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Durmuş YILDIRIM

Samsun, 2019

**T.C.
ONDOKUZ MAYIS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**FİNANSAL OLMAYAN İŞLETMELERDE
FİNANSALLAŞMA: BORSA İSTANBUL'DA BİR
UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Arzu ÇİRLİ

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Durmuş YILDIRIM

Samsun, 2019

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Hazırladığım Yüksek Lisans çalışmasının bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan veya dolaylı olarak kullandığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, yazımda enstitü yazım kılavuzuna uygun davranıldığını taahhüt ederim.

16.07.2019

Arzu ÇİRLİ



TEZ KABUL VE ONAYI

Arzu ÇİRLİ tarafından hazırlanan *Finansal Olmayan İşletmelerde Finansallaşma: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama* başlıklı bu çalışma, 16.07.2019 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oy birliğiyle ~~oy çokluğuyla~~ başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi/Doktora Tezi/Sanatta Yeterlik Çalışması olarak kabul edilmiştir.

İmza

Başkan : Doç. Dr. İdris VARICI

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Durmuş YILDIRIM

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Murat SERÇEMELİ

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

____/____/____
Enstitü Müdürü (İmza ve Mühür)

ÖZET

FİNANSAL OLMAYAN İŞLETMELERDE FİNANSALLAŞMA: BORSA İSTANBUL’DA BİR UYGULAMA

Arzu ÇİRLİ

Ondokuz Mayıs Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans, Temmuz / 2019

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Durmuş YILDIRIM

Kurumlar ve bireyler için önemli bir yer tutan finansallaşma, son kırk yılda küreselleşme ve liberalizasyonun etkisi ile hız ve derinlik kazanmış, uluslararası boyutlara ulaşmıştır. Finansallaşma, yalnızca finansal kurumlarda değil, finansal olmayan işletmelerde de etkisini göstermektedir.

Bu çalışma, finansallaşmayı, finansallaşma göstergelerini, dünyada ve Türkiye’de finansallaşma sürecini ve finansallaşma ile yaşanan krizleri incelemeyi, finansal olmayan işletmelerde finansallaşma sürecinin etkilerini ve sermaye harcaması ile finansallaşma arasındaki ilişkiyi araştırmayı amaçlamaktadır. Literatürde finansallaşma ile ilgili pek çok çalışma bulunmasına rağmen bu çalışmalar genel olarak finansallaşmayı makroekonomik seviyede incelemiştir. Mikro seviyede yani firma düzeyinde yapılan araştırma sayısı oldukça azdır. Bu çalışmada Türkiye’de Borsa İstanbul’a (BIST) kayıtlı imalat sanayi sektöründeki 155 finansal olmayan işletmede, finansallaşmanın sermaye harcaması ile ilişkisini araştırmak için ekonometrik bir analize yer verilmiştir. Ayrıca imalat sanayi sektörünün alt sektörleri bazında da analiz yapılmıştır. Analizin kapsamı en fazla işletme sayısını bünyesinde barındıran imalat sanayi sektörü ile sınırlı tutulmuştur.

Bu çalışma ile elde edilen ekonometrik sonuçların, Türkiye’de imalat sanayi sektöründeki finansal olmayan işletmeler için sermaye harcaması ve finansallaşma arasındaki beklenen negatif ilişkiyi destekleyici nitelikte olduğunu ortaya koymuştur. Alt sektörler bazında incelendiğinde ise “kimya, petrol” alt sektörünün, finansallaşma ile sermaye harcaması arasındaki negatif ilişkiden en çok etkilenen alt sektör olduğu sonucuna varılmıştır. Bazı sektörlerde ise firmaların yatırımlarında uzun vadeli borçlanmaya gittiği ve bu borçluluğun, finansal kırılganlığa rağmen sermaye harcaması üzerinde olumlu etkisi olduğuna ilişkin bulgular elde edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Finansallaşma, finansal olmayan işletmeler, imalat sanayi, mali tablolar, kriz.

ABSTRACT

FINANCIALIZATION OF NON FINANCIAL CORPORATIONS: A RESEARCH IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE

Arzu ÇİRLİ

Ondokuz Mayıs University, Institute of Social Sciences

Department of Business Management, M.A., July / 2019

Supervisor: Asst. Prof. Durmuş YILDIRIM

Financialization, which is an important place for institutions and individuals, gained speed and depth with the effect of globalization and liberalization in the last forty years and reached international dimensions.

In this study, the aim is to examine the financialization, the symptoms of the financialization, the financialization process in the world and in Turkey, the crises lived with the financialization and to investigate the symptoms of the financialization in the non-financial corporations and also the relationship between capital expenditure and the financialization. Although many studies have been in the literature, they have examined the financialization in macroeconomic level. The number of researches at the micro level, it means firm level, is quite low. In this study, an econometric analysis was located to investigate the relationship between the financialization and the capital expenditures in 155 non-financial corporations in the manufacturing industry registered to the Istanbul Stock Exchange (ISE) in Turkey. In addition, an analysis was made on the basis of sub-sectors of the manufacturing industry sector. The scope of the analysis is limited to the manufacturing industry sector, which has the highest number of corporations.

This study concluded that the econometric results have supported the expected negative relationship between financialization and capital expenditure for non-financial corporations in the manufacturing sector in Turkey. When analyzed by sub-sectors it was found that “chemistry, petroleum” is the sub-sector most affected by the negative relationship between financialization and capital expenditure. In some sub-sectors it was concluded that firms had long-term borrowings in their investments and this indebtedness had a positive effect on capital expenditure despite financial fragility.

Key Words: Financialization, non financial corporations, manufacturing industry, financial accounts, crisis.

TEŞEKKÜR

Bu çalışma esnasında bana desteklerini esirgemeyen danışmanım, hocam Sayın Dr. Öğretim Üyesi Durmuş YILDIRIM'a ve maddi - manevi yanımda olan aileme teşekkür ederim.

Desteğini her daim hissettiğim rahmetli babam Bekir ÇİRLİ'ye...

Arzu ÇİRLİ
Samsun-2019



İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
TEŞEKKÜR	v
İÇİNDEKİLER	vi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSALLAŞMANIN GELİŞİMİ VE ETKİLERİ

1.1. Finansallaşma Kavramı	3
1.2. Dünya’da Finansallaşma Süreci	3
1.2.1. 1980 Öncesi Yıllarda Finansallaşma	7
1.2.2. 1980’li Yıllarda Finansallaşma	8
1.2.3. 1990’lı Yıllarda Finansallaşma	9
1.2.4. 2000’li Yıllarda Finansallaşma	10
1.3. Türkiye’de Finansallaşma Süreci	11
1.3.1. 1980 Öncesi Yıllarda Finansallaşma	11
1.3.2. 1980’li Yıllarda Finansallaşma	12
1.3.3. 1990’lı Yıllarda Finansallaşma	13
1.3.4. 2000’li Yıllarda Finansallaşma	14
1.4. Finansallaşma Sürecinin Göstergeleri	15
1.4.1. GSMH ve Dünyanın Finansal Büyüklüğü İlişkisi	15
1.4.2. Dünya Tezgâh Üstü Türev Piyasalarının Büyüklüğü	16
1.4.3. Sermaye Hareketleri: Giriş ve Çıkışlar	17
1.5. Finansallaşma ve Krizler	20
1.5.1. Latin Amerika Krizi.....	22
1.5.2. Asya Krizi	22
1.5.3. Rusya Krizi	23
1.5.4. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Türkiye Krizi	24
1.5.5. 2008 Küresel Finansal Kriz (Mortgage Krizi)	25

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL OLMAYAN İŞLETMELER VE FİNANSALLAŞMA

2.1. Dünya’da ve Türkiye’de Finansal Olmayan İşletmelerin Yapısı	28
2.2. Finansallaşmanın Finansal Olmayan İşletmelere Makro Düzeyli Etkisi.....	29
2.3. Finansallaşmanın Finansal Olmayan İşletmelere Mikro Düzeyli Etkisi	34
2.3.1. Yönetimdeki Değişimler.....	37
2.3.1.1. Hissedar Değeri Yaklaşımı	37
2.3.1.2. Sermaye Birikimi	39
2.3.2. Mali Tablolardaki Hareketlilik	43
2.3.2.1. Portföy Konseptinde Artış.....	43

2.3.2.2. Kârlılık	47
2.3.2.3. Faiz Ödemeleri	49
2.3.2.4. Temettü Ödemeleri.....	50
2.3.2.5. Hisse Geri Alımları	51
2.3.2.6. Dış borçlar	52
2.3.2.7. Sermaye Harcamaları	56

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL OLMAYAN İŞLETMELERDE FİNANSALLAŞMA ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ

3.1. Çalışmanın Amacı	59
3.2. Literatür	59
3.3. Araştırmanın Yöntemi	61
3.3.1. Panel Veri Analizi.....	61
3.3.2. Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)	62
3.3.2.1. Arellano ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi	62
3.3.3. Wald Testi.....	63
3.3.4. Araçların Geçerliliği İçin Sargan Testi	63
3.3.5. Otokorelasyon Testi.....	63
3.4. Model, Veri Seti ve Değişkenler	63
3.4.1. Faiz, Vergi Öncesi Kâr	65
3.4.2. Satışlar	66
3.4.3. Uzun Vadeli Borçlar	66
3.4.4. Finansman Giderleri	67
3.4.5. Finansman Gelirleri	67
3.4.6. Türev Ürünler	68
3.5. Bulgular	68
SONUÇ.....	84
KAYNAKÇA	88
EKLER.....	94
ÖZGEÇMİŞ.....	102

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: ABD'deki Finans Dışı Şirketlerin Satışlar Bazında Finansal Varlıkları (%)	5
Grafik 2: FIRE Sektör Kârları/ABD Ekonomisindeki Toplam Karlar, 1948-2011 ...	10
Grafik 3: GSYH'ya Katkılar.....	15
Grafik 4: Finansal Sektör/GSMH (ABD,%)	16
Grafik 5: Gelişmiş Ekonomilere Sermaye Akımları ve Yükselen Piyasalarda Rezerv Birikimi (milyar \$)	18
Grafik 6: 1952-2000, Finansal Piyasalara Yapılan Ödemeler (ABD)	27
Grafik 7: 2007-2018, Net kâr/GSMH (%)	33
Grafik 8: 2007-2018, Sektör Bazında Net kâr/GSMH (%).....	34
Grafik 9: (ABD) Firma Büyüklükleri Bazında Satış Fiyatları (%)	36
Grafik 10: 2007-2018, Finansman Gelirleri (milyar TL).....	36
Grafik 11: 2007-2018, Sektör Bazında Finansman Gelirleri (milyar TL)	37
Grafik 12: 2007-2018, Finansal Yatırımlar ve Türev Enstrümanlar/Maddi Duran Varlıklar (%)	40
Grafik 13: 2007-2018, Sektör Bazında Finansal Yatırımlar ve Türev Enstrümanları/Maddi Duran Varlıklar (%)	41
Grafik 14: 2007-2018, Finansman Gelirleri/Net Kâr (%).....	41
Grafik 15: 2007-2018, Sektör Bazında Finansman Gelirleri/Net Kâr (%)	42
Grafik 16: 2007-2018, Finansal Borçlar (milyar TL)	42
Grafik 17: 2007-2018, Sektör Bazlı Finansal Borçlar (milyar TL)	43
Grafik 18: FOİ'lerde (Finansal Olmayan İşletmeler) Türev Ürün Kullanmama Nedenleri (ABD).....	45
Grafik 19: 2007-2018, Kısa ve Uzun Vadeli Türev Enstrümanlar (milyar TL)	46
Grafik 20: 2007-2018, Sektör Bazında Türev Enstrümanlar (milyar TL)	47
Grafik 21: 2007-2018, Finansman Gelirleri/Net Satışlar (%).....	48
Grafik 22: 2007-2018, Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar (milyar TL)	48
Grafik 23: 2007-2018, Finansman Giderleri (milyar TL).....	49
Grafik 24: 2007-2018, Sektör Bazında Finansman Giderleri (milyar TL)	50
Grafik 25: 1952-2000, Temettü Ödemeleri, ABD	51
Grafik 26: Sektörlerle Küresel Borç/GSYİH (2018 3. Çeyreği İtibariyle GSYİH'nın Yüzdesi)	53
Grafik 27: Net Döviz Pozisyonu, Varlıklar, Yükümlülükler	54
Grafik 28: 2007-2018, Finansal Borçlar/Özsermaye (%)	55
Grafik 29: 2007-2018, Sektör Bazında Finansal Borçlar/Özsermaye (%).....	55
Grafik 30: 2007-2018, Maddi Duran Varlıklar (milyar TL)	56
Grafik 31: 2007-2018, Sektör Bazında Maddi Duran Varlıklar (milyar TL)	57
Grafik 32: 2007-2018, Net Kâr/Maddi Duran Varlıklar (%)	57
Grafik 33: 2007-2018, Sektörel Bazda Net Kâr/Maddi Duran Varlıklar (%).....	58

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Dünya Tezgah Üstü Piyasalarının Büyüklüğü.....	17
Tablo 2: Yükselen Piyasa Ekonomileri: Sermaye Hareketleri (milyar \$).....	19
Tablo 3: Türkiye Net Dış Borç Stoku	54
Tablo 4: Tanımlayıcı İstatistikler	69
Tablo 5: Korelasyon Değerleri.....	70
Tablo 6: Modelin Tahmin Sonuçları (İmalat Sanayi Sektörü).....	71
Tablo 7: Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Alt Sektörüne Ait Tahmin Sonuçları.....	73
Tablo 8: İçki, Gıda ve Tütün Alt Sektörüne Ait Tahmin Sonuçları.....	75
Tablo 9: Kimya, Petrol Alt Sektörü Tahmin Sonuçları.....	76
Tablo 10: Metal Eşya, Makine Araç ve Gereç Yapım+Metal Ana Sanayi Alt Sektörleri Tahmin Sonuçları	78
Tablo 11: Taş ve Toprağa Dayalı Alt Sektörü Tahmin Sonuçları	80
Tablo 12: Diğer Alt Sektörler Tahmin Sonuçları.....	82

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Net Sermaye Hareketi.....	18
Şekil 2: Finansallaşma Kanalları.....	35



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)
BIST	: Borsa İstanbul
CEO	: Baş Yönetici (Chief Executive Officer)
FCC	: Ford Kredi Şirketi (Ford Credit Company)
FIRE	: Finans, Sigorta ve Gayrimenkul Sektörü (The Finance, Insurance and Real Estate)
FOİ	: Finansal Olmayan İşletmeler
GE	: General Electric Firması (General Electric)
GMAC	: General Motors Kabul Şirketi (General Motors Acceptance Corporation)
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GGM	: Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi (Generalized Method of Moments)
IAIS	: International Association of Insurance Supervisors, Uluslararası Sigorta Denetim Otoriteleri Birliği
IIF	: The Institute of International Finance, Uluslararası Finans Enstitüsü
IMF	: International Monetary Fond, Uluslararası Para Fonu
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IOSCO	: Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization of Securities Commissions)
M1	: Ekonomideki nakit para, vadesiz mevduat ve çeklerin toplamıdır.
M2	: M1, tasarruflar ve kısa dönem vadeli mevduat toplamıdır.
M.Ö.	: Milattan Önce
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organization of Economic Cooperation and Development)
ÖSKH	: Özel Sektör Kredi Hacmi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası

YİKH : Yurtiçi Kredi Hacmi



GİRİŞ

Kapitalizmin 600 yıllık geçmişinin 18. yüzyılda kendini net olarak göstermesi ile finansallaşmanın etkileri de netleşmeye başlamıştır. Ancak 1970'ler finansallaşmanın ilk belirtilerinin olduğu yıllar olmuştur. 1971'de *Bretton Woods* sisteminin terk edilmesi, ilerleyen yıllarda 1974 ve 1979'daki petrol fiyatlarının hızlı yükselişi ve gelişmiş ülkelerdeki bankaların geliştirmekte olan ülkelere yönelmesi, türev ürünlerin artışı ile finansallaşma bir sürece daha girmiştir. 1980'lerde ise finansal sorunlara çözüm arayışları içerisinde finansal liberalizasyon kendine yer bulmuştur. Sonrasında ise küreselleşme finansal liberalizasyonu, finansal liberalizasyon ise küreselleşmeyi hızlandırmış ve finansallaşma kavramı 1990'larda literatüre girmiştir. Dolayısıyla finansallaşma sürecinin, finansal liberalizasyon ve finansal küreselleşme ile başladığı, aynı zamanda da hız kazandığı söylenebilmektedir. Finansal piyasalar içindeki en önemli yeri de paranın icadı ile gelişen bankacılık sektörü almış bulunmaktadır. Finansal olmayan kuruluşların da finansallaşmada yer alması, bireylerin de sisteme dahil edilmesi derken finansallaşma çığ gibi büyümeye başlamıştır. Ancak finansal araç ve araçların çeşitliliğinin yeterli olmaması, denetim yetersizliği ve en önemlisi de finansallaşmanın özellikle finansal derinleşmenin olmadığı geliştirmekte olan ülkelerin üzerinden işlemesi sonucunda kapitalizmle birlikte anılan krizlerin yaşanması da kaçınılmaz olmuştur.

Bu çalışmanın amacı finansallaşmayı, finansallaşma göstergelerini, dünyada ve Türkiye'de finansallaşma sürecini ve finansallaşma ile yaşanan belli başlı krizleri incelemek, ayrıca finansal olmayan işletmelerde finansallaşma sürecinin etkilerini belirlemek için sermaye harcaması ile finansallaşma arasındaki ilişkiyi tespit etmektir.

Çalışmada bugüne kadar yapılan araştırmalardan ve reel sektör verilerinden faydalanılarak öncelikle finansallaşmanın dünyada ve Türkiye'deki gelişimi, sonrasında ise finansal olmayan işletmelerde finansallaşmanın makro ve mikro düzeyli etkileri ve akabinde ekonometrik bir araştırma yer almaktadır. Literatürdeki çalışmaların çoğunlukla finansallaşmanın makroekonomik düzeyde etkilerini içermesi, mikro seviyede yani işletmeler temelinde sınırlı araştırmanın olması nedeni ile yaptığımız analizin mikro düzeyde finansallaşmanın incelenmesi açısından önem arz ettiğini düşünülmektedir.

Araştırmada finansallaşma ve finansal olmayan şşletmelerde finansallaşma üç ana bölümde incelenmiştir. Birinci bölümde finansallaşma kavramı, dünyada finansallaşma süreci, Türkiye’de finansallaşma süreci dönemler itibari ile incelenmiş ve finansallaşma sürecinin göstergelerine değinilmiş ve son olarak da finansallaşmanın getirdiği önemli krizler tartışılmıştır. Bu bölümde kullanılan yöntem literatür taraması şeklindedir.

İkinci bölümde finansallaşmanın finansal olmayan şşletmelerdeki durumuna bakılmıştır. Öncelikle dünyada ve Türkiye’de finansal olmayan şşletmelerin yapısı, akabinde finansallaşmanın finansal olmayan şşletmelere makro düzeyli etkisi ve mikro düzeyli etkisi incelenmiştir. Mikro düzeyli etkisinin incelenmesinde yönetimdeki değışimler ve mali tablolarındaki hareketlilikler alt başlıklar halinde incelenmiştir. Bu incelemeler esnasında Türkiye’deki finansal olmayan şşletmelerin finansallaşmasına değinmek adına “imalat sanayi sektörü”, “toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar”, “elektrik, gaz ve su”, “teknoloji”, “ulaştırma, haberleşme ve depolama”, “madencilik”, “tarım, orman ve balıkçılık” sektörleri olmak üzere 7 farklı sektörden BIST’e kayıtlı 254 finansal olmayan şşletmenin 2007-2018 yıllarına ait verileri kullanılarak çeşitli grafiklerle mali tablolarındaki veriler kalemler ve oranlar bazında değeriendirilmiştir. Sektör bazında oluşturulan grafiklerde ise şşletme sayısı bakımından bünyesinde en fazla şşletme bulunduran “imalat sanayi sektörü”, “toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar” ve “teknoloji” sektöründeki durumlara değinilmiştir. İkinci bölümde de yöntem olarak hem literatür taraması hem de grafiklerle analiz kullanılmıştır.

Üçüncü ve son bölümde Türkiye’de finansal olmayan şşletmelerde finansallaşmanın incelenmesi amacı doğrultusunda ekonometrik bir analiz yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSALLAŞMANIN GELİŞİMİ VE ETKİLERİ

1.1. Finansallaşma Kavramı

II. Dünya Savaşından sonra kendine zemin hazırlayan finansallaşma kavramı, ilk olarak 1990'lı yıllarda tanımlanmıştır. Dünyada çeşitli araştırmacılar tarafından tanımlanan bu kavram, genel itibari ile finansal işlemlerin ulusal ve uluslararası piyasalarda işlevlerinin artması olarak ifade edilmektedir.

Finansallaşma kavramına derinlik ve nefes veren temel çalışmaların yapıldığı Massachusetts Üniversitesi araştırmacılarından Gerald Epstein'e göre finansallaşma; finansal güdülerin, finansal piyasaların, finansal aktörlerin ve finansal kurumların ulusal ve uluslar arası ekonomik arenada rolünün artmasıdır (Aybar ve Doğru, 2013: 11).

Uslu ve Gündoğdu'ya (2011) göre ise finansallaşma, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bunun sonucunda gerek fon arz ve talebinin, gerekse mali piyasa katılımcılarının, herhangi bir coğrafi sınırlamaya tabi olmadan, kendileri için daha uygun olan mekanlarda işlem yapması olarak tanımlanmaktadır.

Bir diğer tanımda ise finansallaşma, yaygın olarak, finansal dürtülerin, finansal pazarların, finansal aktör ve kurumların, iç ve dış ekonomi faaliyetlerinin artarak büyüyen rolü olarak tanımlanmaktadır (Hatherly ve Kretzschmar, 2011: 210).

Szunke (2014) için ise finansallaşma, piyasaların ve katılımcılarının girişimlerin/şirketlerin işlevlerinde ve finansal sistem çerçevesinde daha çok etki elde ettikleri bir süreç olarak yorumlanmaktadır.

1.2. Dünya'da Finansallaşma Süreci

Finansal gelişme, finansal sistemin gerek büyüklüğü gerekse yapı itibari ile uğradığı değişmeyi gösterirken finansal sistemdeki bu değişme, finansal derinleşme kavramı ile açıklanmaktadır. Finansal derinleşme; finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğinin göstergesidir (Yetiz, 2008: 22).

Finansal piyasaların işleyişi, 1980'li yıllardan itibaren ciddi artışlar göstermeye başlasa da finansal varlıkların kullanımı çok daha eski tarihlere gitmektedir. Örneğin *forward* işlemleri için bakıldığında, Çin'de pirinç "*forward*"larının satılması M.Ö. 2000 yılına kadar dayanmaktadır. Yine Eski Mısır medeniyetinde ve Antik Yunan'da

finansal türev araçlarına benzer türev enstrümanlarının kullanıldığının yaygın olarak bilindiği söylenebilir (Tellalbaş, 2011: 25).

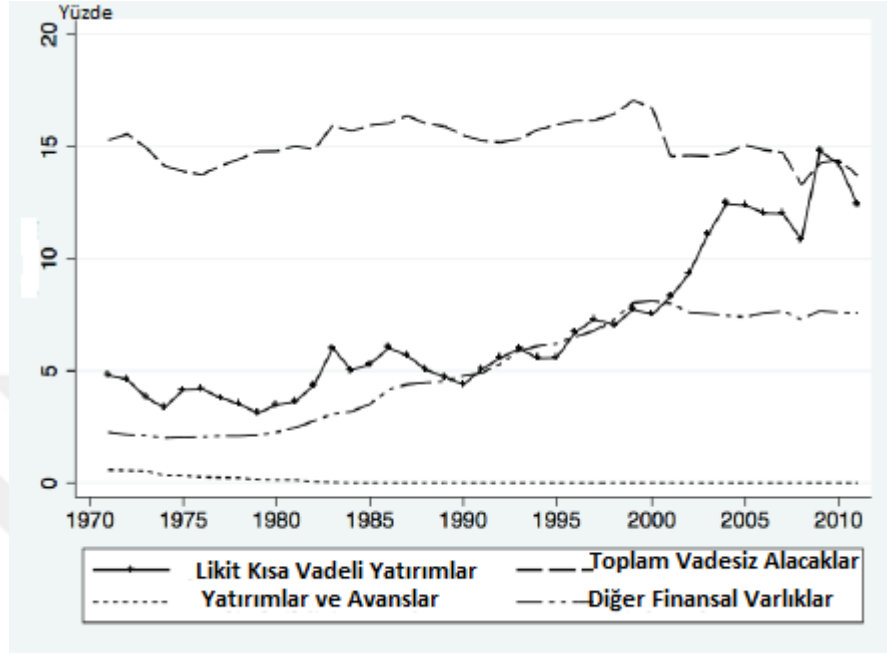
Finans literatürüne bakıldığında finansallaşma, genel olarak kapitalizmin ilk evresi olarak görülmektedir. Tarihte öncelikle 16. ve 18. yüzyıllar arasında yer alan ticari kapitalizm kendini göstermiş, sonrasında İngiltere'deki sanayi devrimi ile sanayi kapitalizmi yer almıştır. Sanayi kapitalizmi de kendi içinde; fabrikaların, limanların, demiryollarının, telgraf ve buharlı gemilerin kullanılmaya başladığı “rekabetçi evre” ve bu alanlarda gelişen tekellerin ekonominin diğer tüm alanlarına da yansıdığı “tekelci evre” olarak ayrılmaktadır (Koç, 2013: 14-19).

20. yüzyıla geldiğimizde, Szunke'ye (2014) göre finansallaşmada üç uyarıcı faktör etkili olmuştur. Öncelikle, entelektüel anlamda finansallaşma modern ekonomide Chicago okulu ve M. Friedman'ın çalışması ile canlanmıştır. Bu doktrin ve neoliberal düşünce, finansallaşmanın gelişimini artıran geniş çaptaki denetimi azaltıcı reformları uygulamak için R. Reagan ve M. Thatcher'ı cesaretlendirmiştir. Finansallaşmanın ekonomilerdeki ikinci uyarıcısı, 1971'de dünya para sisteminin çöküşü ile altın ve temel kurlar arasındaki bağlantının kırılışı olmuştur. Sonrasında hükümet ve merkez bankaları, kağıt parayı tedavüle çıkarmak için özgürlük elde etmiştir. Büyüyen finansallaşmada üçüncü faktör, GSYİH'da (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) finansal sektörün payının ciddi bir şekilde artışıyla, finansal gelişime öncülük etmeye niyetlenen aşırı finansal liberalizmdir. Literatürde finansal liberalizmle ilgili çeşitli çalışmaların yapıldığı görülmektedir. Bunlardan bazıları liberalizmi destekler nitelikte iken, bazıları da eleştirel yaklaşım sergilemiştir.

1980'den sonraki dönemde en önemli değişimin finans alanında gerçekleştiği görülmektedir. Bunun nedeni bu dönem boyunca, finansal işlemlerin hem ölçeğinin hem de öneminin ciddi olarak artmış olmasıdır. Yani finansal piyasaların genel ekonomi içindeki payı artmış, türev araçlar gibi yeni finansal araçlar ortaya çıkmış ve bu araçlar belirleyici olmuştur. Diğer yandan finansal sektörün ölçeğinin ve kârlılığının arttığı, finansal sektör gelirlerinin, finans dışı sektör gelirlerine göre daha hızlı yükseldiği söylenebilir. Ekonomide ise toplam borçlanma düzeyi yükselmiştir. Dolayısıyla finansal piyasalar ve kurumlar, finans dışı şirketlerin karar alma süreçlerine daha fazla müdahale etmeye başlamıştır (Bostancı, 2012: 35).

Finansal piyasalarda boy gösteren finans dışı şirketlerin finansal varlıklarının Amerika'daki gelişimine Grafik 1'de bakıldığında dünyadaki finansal değişim ve

gelişimi de net olarak görülmektedir. Finans dışı şirketlerin finansal varlıklarının büyümesi, öncelikle likit kısa vadeli yatırımlarda, ikinci olarak da diğer finansal varlıklarda gerçekleşmiştir (Davis, 2013: 3-4).



Kaynak: Davis, 2013: 3-4

Grafik 1: ABD'deki Finans Dışı Şirketlerin Satışlar Bazında Finansal Varlıkları (%)

Yukarıda bahsedilen gelişmeler, piyasaların rolünün arttığının göstergesidir. Diğer yandan piyasaların rolünün artması karşısında, devlet rolü azalmıştır. Ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin öneminin artması, yurtiçi ve yurtdışı finansal işlemlerin çok hızlı büyümesi de bu sürecin önemli boyutlarındandır (Uslu ve Gündoğdu, 2011: 147).

Dünyada finansal sürecin bir boyutu küreselleşme olmuştur. Küreselleşme, dünya ekonomilerini, kültürü, teknolojiyi ve yönetimi entegre eden bir süreçtir. Küreselleşmenin dini, çevresel ve sosyal boyutu da vardır. Küreselleşmenin ekonomi dışı boyutları önemli olmasına rağmen ekonomi boyutu (küresel) sürecin kalbinde hissedilmektedir. Ekonomik küreselleşme; ticaret, finansal akım, teknoloji ve bilgi değişimi ve insan hareketi yoluyla daha büyük ekonomilere doğru değişim sürecini ifade etmektedir (Obadan, 2006: 316). 1950'lerde düşük seviyelerde olan uluslararası finans, 1960'larda farklı ihtiyaçların doğması ve bu ihtiyaçlara bankaların

faaliyetlerini artırarak cevap vermesi ile yükselişe geçmiştir. 1973’de ortaya çıkan dünya enerji krizi ile de doların dış ticaret fazlası veren ülkelerden açık veren ülkelere yönelmesine neden olmuştur (Karabıçak, 2002: 124).

Finansal liberalizasyon ve küreselleşmenin günümüzde iç içe geçmiş kavramlar olduğu söylenebilir. Finansal liberalizasyon, ulusal finans piyasaları üzerindeki resmi denetimlerin kaldırılması ya da önemli ölçüde gevşetilmesidir şeklinde tanımlanabilir. Finansal küreselleşme ise, ulusal finans piyasalarını birbirinden ayıran sınırların ortadan kalkması ve finansal akımların uluslararası bir özellik kazanması sürecini tanımlamaktadır (Ongun, 2012: 52).

Finansal küreselleşmenin en önemli aracı sermaye hareketleridir. Uluslararası sermaye hareketleri, kamu ve özel sermaye hareketleri olarak ikiye ayrılır. Kamuya ait sermaye hareketleri de devletler arasında tek taraflı veya çok taraflı hareketler şeklinde ikiye ayrılır. Bir devletin diğerine borç vermesi tek taraflı iken, Uluslararası Para Fonu (*International Monetary Fund-IMF*), Dünya Bankası gibi kuruluşların kredi vermesi ise çok taraflı sermaye hareketidir. Özel sermaye hareketlerinin ise üç çeşidi vardır: yabancı banka kredisi, portföy yatırımı, doğrudan yabancı yatırım. Ticari bankaların veya çok taraflı kuruluşların (IMF, Dünya Bankası gibi) bir ülkede kamu veya özel sektöre verdiği krediler, yabancı banka kredisi olarak tanımlanmaktadır. Portföy yatırımları ise, yatırımcının yerleşik olmadığı bir ülkede özel sektörün piyasaya sürdüğü hisse senetlerini, tahvilleri, türevleri ve diğer finansal araçları satın almasıdır. Burada tahvillerin devlet tarafından da piyasaya sürülmüş olabileceğini belirtmek gerekmektedir. Özel sermaye hareketlerinin üçüncüsü olan doğrudan yabancı yatırım ise, yatırımcının yerleşik olduğu ülke dışındaki bir ülkede, bir şirketten şirket varlıklarının en az % 10’u olarak tanımlanan denetim hissesi satın almasıdır (Kırcalıoğlu, 2008: 37).

Dünyada finansal düzenlemelere bakıldığında bu düzenlemelerin yirminci yüzyılın son 30 yılına denk düştüğünü görmek tesadüf değildir. Dolayısıyla uluslararası düzeydeki bu düzenlemelerin oluşumu paralel olmuştur. Uluslararası Denkleştirme Bankası’nın desteği ile oluşturulan Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi (Basel Komite), 1974’de bankacılık sistemini düzenlemek üzere kurulmuştur. Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (*The International Organisation of Securities Commissions-IOSCO*), menkul kıymet firmaları ve piyasalarını düzenlemek üzere 1983 yılında kurulmuştur. Uluslararası

Sigorta Denetim Otoriteleri Birliği (*The International Association of Insurance Supervisors-IAIS*), sigorta şirketlerini düzenlemek üzere 1994 yılında kurulmuştur.

Dünyadaki finansallaşma süreci 1980 öncesi, 80’li yıllar, 90’lı yıllar ve 2000’li yıllar olarak incelenecektir.

1.2.1. 1980  ncesi Yıllarda Finansallaşma

Dünyada finansallaşma sürecini inceleyen Koç (2013), finansallaşmanın üç boyutta ele alındığını belirtmektedir. Bunlar, ekonomik boyutu, küreselleşme boyutu ve ekonomi-politik boyutudur (yeni liberalizm ve devletin finansallaşma sürecine dahil olması). 1960’ların ortasından sonra sanayi sektöründe k r oranlarının düşmesi, Amerika’da finans kesiminin toplam kârlar içindeki payı yükselirken imalat sanayinin payının azalması, *Bretton Woods* sisteminin çöküşü ve Altın ağın bitmesi, petrol, petrol dışı hammaddeler ve sanayi ürünlerinin fiyatlarında ciddi artışlar yani enflasyonist sürecin başlaması, finansallaşmanın ekonomik boyutu olarak ele alınmaktadır. ABD, 1960’lı yılların sonunda Vietnam savaşının maliyetini karşılamanın, doların altın karşısında sabitlenmiş değeri ile sürdüremeyeceğini anlaması ile *Bretton Woods* sistemini 1971’de terk etmiştir. 1950 ve 1974 yıllarında Altın ağ olarak adlandırılan dönemde, finansal varlıkların, mevduat ve kamu borçlanma senetlerinden ibaret olması dolayısıyla yönetilmesi nispeten daha kolaydı. Ancak 1974 ve 1979’daki petrol fiyatlarının hızlı yükselişi ile petrol gelirlerini krediye çevirmek için batı bankalarının dünyanın yoksul ülkelerine yönelmesinin yanı sıra *hedge* fonları, repo, *morgage* vb. gibi yeni finansal ürünlere yönelimi başlatmıştır (Yeldan, 2009: 15-16). Finansallaşmanın diğer iki boyutu ise 1980’ler itibariyle kendilerini etkin olarak göstermektedir.

1970’lere daha yakından bakıldığında, 70’lerin, ekonomik performansın bozulduğu, büyümenin yavaşladığı, işsizliğin tırmandığı ve enflasyonun hızlandığı yıllar olduğu görülmektedir (Ongun, 2012: 41). Aslında 1970’li yıllarda yaşanan birikim krizinin, finansal piyasalar için önemli bir dönüşüm ve yeni bir başlangıç yarattığı söylenebilir. Bu kriz, kötü performans gösteren ve k rlılıklarında düşüş yaşayan finansal olmayan işletmeler için, deregülasyon (belirli bir alanda devlet kısıtlamalarının kaldırılması) ve finansal liberalizasyon (genellikle h k metlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve sınırlamaları kaldırdığı ya da önemli oranda gevşettiği “deregülasyon” uygulamalarının bir sonucudur) ile bu darboğazdan

çıkılmaya çalışılan bir sonucun gündeme gelmesinde aktif rol almıştır. (Tellalbaş, 2011: 18).

1970'ler yalnızca ticari bankaların yeni finans kalemleri oluşturmalarına değil sistemin gerisinde finansal endüstrinin artarak büyümesine önderlik eden banka dışı, borç veren hibrit kuruluşların artışına da şahit olmuştur (Van Arnum ve Naples, 2013: 1160). General Motors ve Ford şirketleri, Amerika'daki başlıca örnekler olmuştur. General Motors Kabul Şirketi (*General Motors Acceptance Corporation-GMAC*) 1919'da General Motors satıcılarına finans sağlamak için kurulmuş ve II. Dünya savaşından sonra önemli ölçüde büyümüş ve bu alanda oto kredisi sağlamaya odaklanmayı sürdürmüştür. Ford Kredi Şirketi (*Ford Credit Company-FCC*), 1959'da kurulmuştur ve o günden beri sürekli büyümeye devam etmektedir. 1970'lerin sonlarına doğru yapılan yenilikler, düzenleyici kurullar tarafından tolere edilen "hibrit" olarak isimlendirilen finansal kuruluşlara yol açmıştır ve *morgage* şirketleri gibi şirketler oluşmuştur (Orhangazi, 2008a: 32).

1.2.2. 1980'li Yıllarda Finansallaşma

70'lerin sonrasında finansal liberalizasyon ve finansal küreselleşmenin paralelinde finansallaşma dönemine girilmiştir. Finansal liberalizasyon ve finansal küreselleşme, uluslararası konjonktürden önemli ölçüde etkilenmiştir. 1973 yılında sabit kurdan dalgalı kur sistemine geçilmesi ve I. ve II. Petrol Şokları, ticaret hadlerinde değişim meydana getirmiş, bu değişim ekonomik faaliyet hacmini canlı tutmaya yönelik politikalarla birleşince, uluslararası likidite hacmi büyük bir hızla artmıştır. Ardından 1980'lerin ilk yarısında yüksek ve değişken faizlerin büyük dalgalanmalar göstermesi, doların aynı dönemde hızla değer kazanıp, 1980'lerin ikinci yarısında hızla değer kaybetmesi, faiz ve kur riskine karşı, *swap*, opsiyonlu satış ve *futures* gibi işlemlerin yaygınlaşmasında ve dolayısıyla da finansın küreselleşmesinde rol oynamıştır (Ongun, 2012: 54).

1980'li yıllar finansal piyasaların teknolojiden ve liberal ekonomik politikalardan etkilenmeye başladığı yıllar olmuştur. 1980'lerden itibaren finansal piyasalardaki etkileri aşağıda verilmiştir (Çakmak, 2005: 91):

-Teknolojik gelişme ile dünyadaki bilgi iletişim süreci geçmişe oranla çok daha kısa süreye inmiştir.

-Teknolojik gelişme ile finansal piyasalardaki işlem hızı artmış ve işlem maliyetleri azalmıştır.

-Liberal politikalar, ülkeler ve sektörler bazında fon akımlarını kolaylaştırmış, teknolojik gelişme ile fon akımlarının hızı artmıştır.

-Finansal hizmet kuruluşları, dünya çapında işlem gerçekleştirebilme ve yatırımcılar da global portföyler bulundurma imkanına kavuşmuştur.

-Menkul kıymet ihracı suretiyle gerçekleştirilen fon toplama faaliyeti küresel hale gelmiştir.

-Menkul kıymetlerin birden çok finansal merkezde işleme konu olması mümkün olmuştur.

Finansallaşmada ana damarın bankalar olduğu düşünüldüğünde, bankacılık sektöründe en önemli yasal değişiklikler, 1980’lerde kredi tahsisinin serbestleştirilmesi ile bankalarda yapılmıştır. 1980’de Amerika’da Mevduat Kuruluşları Deregülasyonu ve Mali Kontrol Yasası ile kredi ve faizlerin verilmesinin serbestleşmesi ve ticari bankaların rezervlerinin azaltılması sağlanmıştır (Azkunaga vd., 2013: 83).

1.2.3. 1990’lı Yıllarda Finansallaşma

1980 sonrası dönem, finansal akımlar açısından farklılıkların olduğu dönem olmuştur. Birinci dönem olarak kabul edilen 1980’li yıllar boyunca, borç kanalı yani krediler daha ağırlıkta iken, ikinci dönem olarak kabul edilen 1990’lı yıllarda, yatırım kanalı yani doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının ağırlıkta olduğu görülmektedir. 1990’lı yıllarda artan özelleştirme uygulamalarının ve üretimin küreselleşmesi sürecinde yayılan çokuluslu şirketlerin sınır ötesi yatırımlarındaki artışın yatırım kanalının ağırlık kazanmasında önemli etkisi olmuştur (Kırcalıoğlu, 2008: 130).

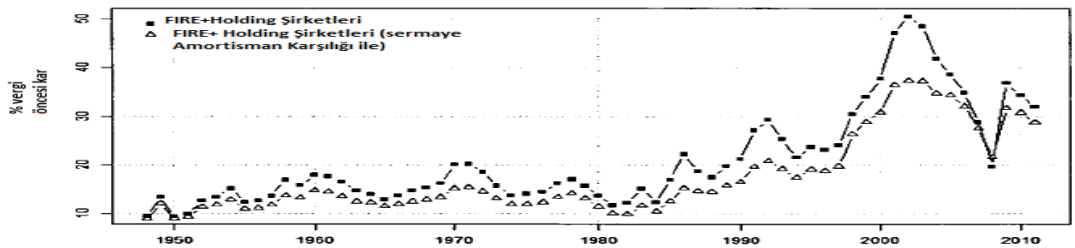
1980’lerde yürürlüğe giren kanunların kapsamı, 1990’larda genişletilerek sanayideki uzun dönemli aşırı sermaye birikimi krizi, aşırı üretim ve uzun süreli durgunluk, 1990’lı yıllardan itibaren finansallaşmanın hızlandırılmasıyla aşılmaya çalışılmıştır denilebilir. Yani, çeşitli finansal araçların devreye sokulma nedeni, 1960’lı yıllardan beri bir türlü toparlanamayan kâr oranlarının bu düşüşünü önleyebilmek ve aşırı üretimle piyasaya sunulan ürünleri sattırabilmektir. Bunların neler olduğunu söylemek gerekirse, bankalar, sigorta şirketleri ve diğer türev araçlar gibi pek çoğu 1990’ların ortalarından itibaren çok büyük boyutlara ulaşan finansal sermaye araçlarıdır. Burada önemli olan nokta, ücretlerindeki azalma nedeniyle satın alma gücü düşen düşük gelirli insanları, bireysel kredilerle borçlandırarak ürünlerin

satılmasının amaçlanmış olmasıdır. Bu amaçla finansallaşan piyasa özellikle borsa ve konut sektörlerindeki spekülasyon köpüklerine ya da balonlara şahit olmuştur (Bostancı, 2012: 36). Bu spekülasyon köpükleri ya da balonlar da finansal krizlere esas teşkil etmiştir. 1990'lı yıllarda ortaya çıkan ve finansal sistemleri zayıflatıp büyümeyi yavaşlatan krizlerin çoğu, bankacılık sistemini yeniden iyileştirmenin finansal maliyeti ve krizin etkilediği ülkelerde gelir kaybı ve işsizliğin oluşturduğu maliyet açısından önem arz etmiştir (Delice vd., 2004: 114). Bu da finansal derinleşmenin olmadığını göstermektedir.

1.2.4. 2000'li Yıllarda Finansallaşma

1970'lerle Keynesyen politikalardan uzaklaşan, 1980'lerde küreselleşme ve telekomünikasyon sürecinin hız kazandığı, 1990'larda ise yeni finansal varlıkların hızla büyüdüğü finansal sektör, 2000'li yıllarda da önceki dönemlerin etkisi ile hızlı bir gelişim içinde olmuştur. Dünyadaki finansal varlıkların dünyanın yıllık hâsılası içindeki payı 1980'de %109 iken 2005 yılında %316'ya ulaşmıştır (Karataş, 2011: 100).

Dünyada finansal sektöre yön veren ülkelerden biri olan Amerika'da finans, sigorta ve gayrimenkul sektörünün (*Finance, Insurance, and Real Estate-FIRE*) kâr payı, 1980'lerden sonra yükselmiş ve bu kâr payında büyük dilimler, bankalar ve banka holding şirketlerinin olmuştur. 2000'li yıllarda da bu devam etmiştir. Her ne kadar 2008'de küresel krizle birlikte dünya ekonomisindeki kırılganlık ile bu oranlar düşse de sonrasında durum devam etmiştir. 2011'deki verilere bakıldığında (Grafik 2) özel sektördeki elde edilen kârın üçte birinin finansal firmalar tarafından elde edildiği görülmektedir (Devey ve Lin, 2013: 175).



Kaynak: Devey ve Lin, 2013:176

Grafik 2: FIRE Sektör Kârları/ABD Ekonomisindeki Toplam Karlar, 1948-2011

Açık finansal piyasalar büyük şirketlerin bankalara güvenmeden harici finansmanlarını artırmalarını kolaylaştırmıştır. Bunun sonucunda da bankalar giderek

küçülen geleneksel ticari kredilere yanıt olarak kendilerini yeniden yapılandırmıştır. Bankalar sanayi ve ticaret şirketlerine daha az borç verirken, tüketici kredisi ve finansal piyasanın arabuluculuğunun öneminin giderek artması ile kar kaynakları değişmiştir (Ekpu ve Paloni, 2015: 3).

1.3. Türkiye’de Finansallaşma Süreci

Güngen’e (2014) göre, 1980’li yıllarda dünyadaki finansal serbestleşme dalgası ile birlikte yaşanan finansallaşma, geç kapitalistleşen ve orta gelir düzeyinde olan ülkelerde de kendini göstermiştir. Bu ülkelerden biri de Türkiye’dir ve burada kamu borçlanma kağıtları, finansal piyasalarda önemli bir yer oluşturmuştur. Ayrıca 1983-1989 yıllarını finansal serbestleşmeye geçiş dönemi olduğunu belirterek bu sürece ilişkin devlet yapılanmasındaki bazı değişikliklere değinmiştir. Şöyle ki, Maliye Bakanlığı içinde yer alan Hazine 1984’de Maliye Bakanlığı’ndan ayrılarak müsteşarlık olmuş, 1986’da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) açılmış, 1982’de sermaye piyasası kurulu oluşturulmuş ve 1985 Bankalar Kanunu ile yeni düzenlemeler getirilmiştir.

Dünyada 1970’lerde başlayan ve 1980’lerde kendini etkin olarak finansal piyasalarda da gösteren liberalizmin ve yönetimde alınan kararların sonrasında Türkiye ekonomisi de büyüme göstermiştir. Ancak 90’larda 80 kararlarının etkin bir şekilde sürdürülememesi ile ardı ardına krizler yaşanmıştır. 1994, 2000 ve 2001 krizleri piyasaları sarsmıştır.

1.3.1. 1980 Öncesi Yıllarda Finansallaşma

1960-1980 yılları arasının planlı dönem olarak geçtiği Türkiye’de, finansal piyasalar sıkı bir denetim altında tutulmaktaydı. 1970’li yıllar, Türkiye’de henüz finansallaşmanın oluşmadığı, sanayileşme sürecine hız verilen yıllar olmuştur. 1963-1967 dönemini kapsayan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, arkasından İkinci Kalkınma Planı (1968-1972), Üçüncü Kalkınma Planı (1973-1977) ve son olarak da, Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (1979-1983), sanayileşme sürecine yön verecek politikaların çerçevesini ve finansman kaynaklarını belirlemiştir (Üzar, 2014: 60).

Bu kalkınma planları çerçevesinde 1970’ler, firmalar için dış kaynak bulmada zor durumda kaldıkları yıllar olmuştur. 1970’lerin finansal baskı politikalarının dünyada henüz etkisini tam olarak yitirmediği, dünyada liberalizasyon, küreselleşme gibi kavramlarla finansallaşmanın altının henüz doldurulmadığı ve Türkiye’nin

ABD, İngiltere, Almanya, Japonya gibi sanayileşmede öncü ülkeleri çok sonradan takip ettiği bir dönem olduğu düşünüldüğünde, firmaların dış kaynak bulmada yetersiz kalması oldukça makul bir durumdur. Bu yıllarda sermaye piyasasının da henüz kurulmamış olması nedeniyle firmaların en önemli dış kaynakları bankalar olmuştur.

Finansal piyasaların en önemli aktörleri olan bankalara bakıldığında, yeni yabancı banka ya da özel durumlar haricinde yeni ticaret bankalarının kurulmasına izin verilmemiştir. Ancak 5 kalkınma ve 2 ticaret bankası olmak üzere 7 banka kurulmuştur. Mevcut bankalar şube bankacılığı yolunda ilerlemişlerdir. Bunun en büyük nedeni faiz ve döviz fiyatında değişimin olmaması ve dolayısıyla mevduatlarını şube yoluyla artırmak istemeleri olmuştur (Özdemir, 2005: 876).

1.3.2. 1980’li Yıllarda Finansallaşma

1980’li yıllar, Türkiye’de ihracata yönelik sanayileşme stratejisinin öne çıktığı yıllar olmuştur. 1980 öncesinde dövizde yaşanan darboğazla birlikte ekonomide büyüme istikrarsızlığı yaşanmıştır.

1970’de enflasyonun başlangıç nedenleri olan Türk lirasının devalüe edilmesi ve yine aynı yıllarda petrol fiyatlarının sürekli artması, ithal edilen sermaye mallarının maliyetinin artması sebeplerinden bazıları Türkiye’de yine enflasyon kaynağı olmaya devam etmiştir (Çetintaş, 2003: 145). Enflasyon oranındaki yükselme finansal piyasalarda bankaları da etkisi altına almış ve banka kredilerini de negatif yönde etkilemiştir. Makro anlamda bu olumsuz gidişatı düzeltmek için 24 Ocak 1980 kararları alınmıştır (Altunöz, 2013: 176). Bu kararlarla ulaşılmak istenen amaç, kısa vadede enflasyonun, ödemeler bilançosunun kontrol edilmesi gibi makroekonomik sorunların çözülmesi iken uzun vadede temel yapısal değişimdir. Bu doğrultuda da dışa kapalı ithal ikame yönündeki sanayileşme yerine dışa açık ihracat odaklı sanayileşmeye geçilmiştir. Devletin yeni hedefi ekonomiye müdahalesini azaltmak, firmaların uluslararası firmalarla rekabetini sağlayacak üretime dönük bir sermayenin desteklenmesini sağlamak olmuştur. 80’li yıllar özetlenecek olursak Türkiye’deki liberalizasyon süreci aşağıdaki gelişmeleri yaşamıştır (Mangır, 2006: 463);

1980: Hisse senedi piyasası üzerindeki fiyat kontrolleri ve faiz hadleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır.

1981: İthal ikameci dönem sona ermiştir.

1982: Sermaye piyasası kurulmuştur.
1984: Döviz kuru işlemlerine izin verilmiştir.
1985: Banka kanunu yürürlüğe girmiştir.
1986: İnterbank para kurulu açılmıştır.
1987: Açık piyasa işlemleri başlamıştır.
1988: Efektif döviz piyasası kurulmuştur.
1989:Altın piyasası kurulmuş ve sermaye hareketlerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır.

1.3.3. 1990'lı Yıllarda Finansallaşma

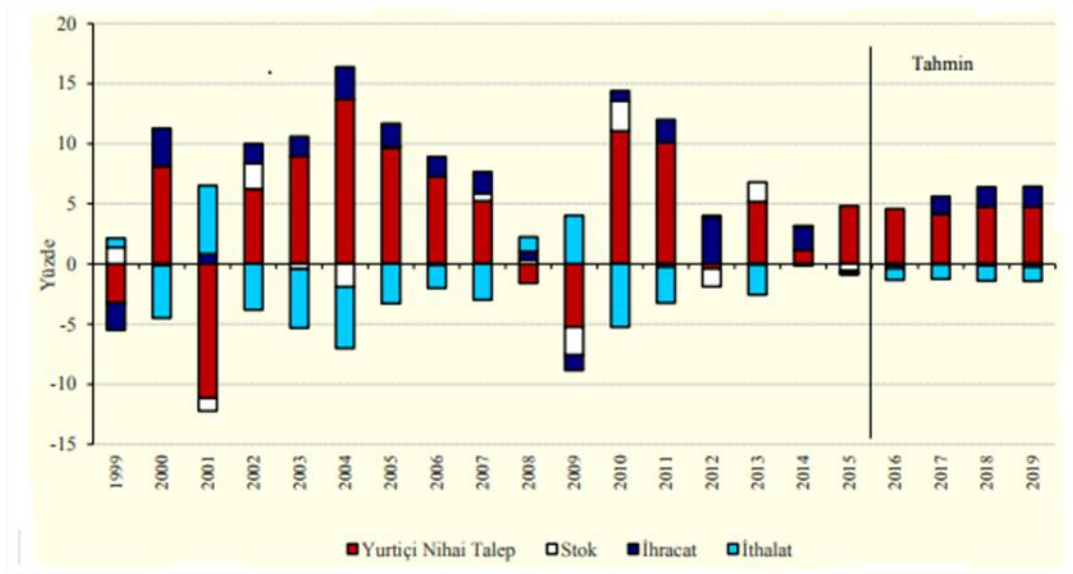
24 Ocak 1980 kararları ile başlayan sermaye hareketleri, 1980'li yıllarda sürmüş ancak istikrarlı bir çizgi oluşmamıştır. 90'lı yıllarda bankaların finansal dış borçlarında büyük artışlar olmuştur. 1993'ün sonlarına doğru Hazine ihalelerinin iptal edilmesi şeklinde uygulanan hükümet politikaları bunun bir sonucu olarak uluslar arası derecelendirme kuruluşlarının ülkenin kredi notunu düşürmesi ile krize zemin hazırlanmıştır (Özdemir, 2005: 879). Yaşanan bu gelişmelerin ardından 1994 krizi patlak vermiştir. Sermaye hareketlerinden kaynaklı yüksek faiz oranlarından dolayı 1993 yılı cari işlemler açığının 6,4 milyar dolara yükselmesi, yüksek kamu borçları ve piyasadaki fazla TL tutarı, 1991-93 yılına ait ticaret şartlarından dolayı ara mal ihracatının 18 milyar dolara ulaşması, Merkez Bankasının tam bağımsız olmamasından ve hazinenin kısa dönemli finans sonucu oluşan likidite sıkıntısı, 1994 krizinin diğer nedenleri olmuştur (Mangır, 2006: 464). Krizin ardından 1994 yılının 5 Nisan günü yeni istikrar kararları alınmıştır. Alınan kararlarla belirlenen hedefler; enflasyonu düşürme, TL'nin değerini artırma, ihracatı artırarak sürdürülebilir bir yapı sağlamaktır. Bu hedeflere gidilecek yolda da kamu kesimi açıklarının düşürülmesi ve çeşitli yapısal düzenlemeler olacaktır. Ayrıca bu istikrar programının temelinde kamu bazı ekonomi kuruluşlarının özelleşmesi de yer almaktadır (Turan, 2011: 63). Ancak alınan kararlar istikrarla gerçekleştirilemediği için 2001 krizi patlak vermiştir.

Finansal sektörün %75'ine sahip olan bankacılık sektörü krizden etkilenmiştir ve Haziran 2000'de 81 olan banka sayısı Haziran 2001'de 74'e gerilemiştir. Dolayısıyla 7687 olan şube sayısı da 7542'e düşmüştür (Özdemir, 2005: 882).

1.3.4. 2000’li Yıllarda Finansallaşma

1980’li yıllarda tüm dünyada yaşanan liberalizasyon rüzgarı, Türkiye’de de kendini göstermiştir. Yaşanan finansal liberalizasyonla birlikte 1980 ve 1994 yıllarında alınan kararların etkin ve istikrarlı uygulanmamasından dolayı 2000’li yıllara Türkiye 2001’deki krizle başlamıştır. 2000’li yıllarda Türkiye’deki finansallaşma sürecindeki önemli bir yer tutan 2001 krizi, finansallaşma ve krizler başlığı altında ayrıca inceleneceği için burada yalnızca finansallaşma kapsamında yaşanan sürece değinilmiştir. 1980 ve 1990’lı yıllarda dünyada küreselleşme ve finansal serbestleşme ile yaşanan kapitalizmin hızlı dönüşümü diğer gelişmekte olan ülkelerde de görüldüğü gibi Türkiye’de de etkisini göstermiştir. Türkiye 2001 krizi sonrası uluslar arası piyasaların etkisi ile büyük bir finansal genişleme fırsatı ve ucuz kredi imkanı elde etmiştir. Dolayısıyla da dış borçta büyük bir artış yaşanmıştır. 2003 yılı başında dış borç 129.6 milyar dolar iken, 2008 Haziran’da 284.4 milyar dolara yükselmiştir. Buradaki önemli husus bu borçlanmada ana rol sahibi özel sektör, özel sektör içinde de finans dışı şirketler olmuştur (Yeldan, 2009: 17).

Ülke ekonomisinde yukarıda bahsedilen gelişmeler yaşanırken 2000’li yıllara damgasını vuran ABD’de yaşanan 2007-2008 küresel krizin etkileri, tüm dünyada hissedildiği gibi enflasyon oranları, bütçe açığı, büyüme hızı vb. alanlarda Türkiye’de de hissedilmiştir. Grafik 3’de GSYH’ya katkılar (yurtiçi nihai talep, ithalat, ihracat ve stok) gösterilmiştir. Grafiğin geneli okunduğunda Türkiye’deki GSYH’nın 2008’deki düşüşü ve hemen akabinde 2009’daki keskin inişi görülmektedir. 2002-2007 yıllarında yurtiçi nihai talep ve ihracatın katkısı pozitif iken 2008 yılında bu kalemlerin daralması ile GSYH düşmüş, 2009 yılında GSYH’ya artı katkırı yalnızca ithalat yaparken yurtiçi nihai talepteki düşüş artmış, stok ve ihracat kalemleri negatifte artış göstererek küresel krizin ülke ekonomisine etkileri daha net ortaya çıkmıştır.



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Katılım Öncesi Ulusal Ekonomik Reform Programı 2017 (gerçekleşme TÜİK, tahmin Kalkınma Bakanlığı)

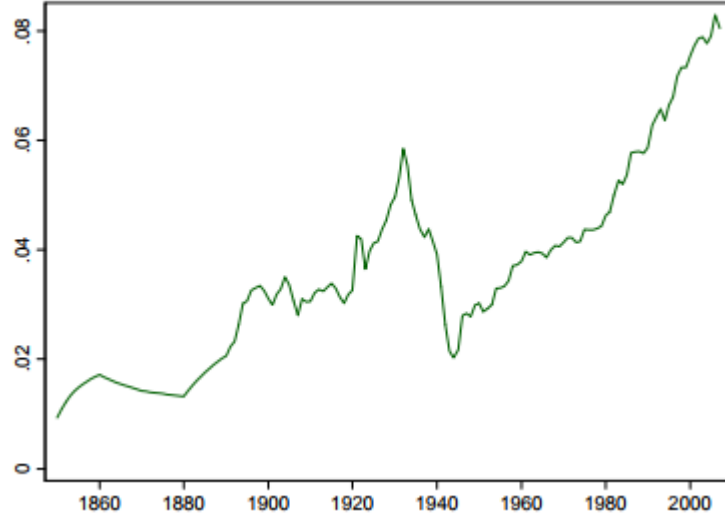
Grafik 3: GSYH'ya Katkılar

1.4. Finansallaşma Sürecinin Göstergeleri

Dünyada küreselleşmenin, küresel liberalizasyonun ve deregülasyonun iç içe geçmiş hızlı ilerleyişi ile kendine yer bulan finansallaşmanın ne boyutta olduğunu göstermek adına bazı göstergelerden bahsetmek mümkündür. Uslu ve Gündoğdu (2011), finansallaşma göstergelerini GSMH (Gayri Safi Milli Hasıla) içerisindeki finansal sektörün durumu, finansal sektörün aktif büyüklüğü ve sermaye piyasalarının işlem hacmi olarak belirtmiştir. Aybar ve Doğru (2013)'e göre bu göstergeler; GSYİH ve dünyanın finansal büyüklüğü ilişkisi, dünya tezgâh üstü türev piyasalarının büyüklüğü ve sermaye hareketleri; giriş ve çıkışlardır. Aşağıda bu göstergeler grafiklerle incelenmiştir.

1.4.1. GSMH ve Dünyanın Finansal Büyüklüğü İlişkisi

Finansal piyasaların GSMH içinden aldığı pay, finansallaşmada önemli bir göstergedir. Finansallaşma göstergesinin yadsınamaz olduğu ABD'deki GSMH içindeki finansal sektörün yüzde payına bakıldığında 1930 yılında (Büyük Buhran) ciddi yükselme olduğu görülmektedir. Ancak hemen arkasından 1950'li yıllara kadar yaşanan düşüş görülmektedir. 1950'lerden sonraki toparlanma süreci, akabinde 1970 ve 1980'lerde finans alanında yapılan yeni düzenlemeler, küreselleşme ve liberalizmin etkisi ile grafik hızlı bir yükselme göstermiştir (Philippon, 2008: 37).



Kaynak: Philippon, 2008: 37

Grafik 4: Finansal Sektör/ GSMH (ABD,%)

1.4.2. Dünya Tezgâh Üstü Türev Piyasalarının Büyüklüğü

Dünyadaki finansallaşmanın göstergelerinden biri de tezgâh üstü türev piyasalarıdır. Tezgah üstü türev piyasaları, *forward*, *swap*, *futures* ve opsiyon işlemlerini içermektedir. Tablo 1’de 2015-2016 yıllarındaki türev işlemlere bakıldığında türev piyasaların geçmişte olduğu gibi son yıllarda da giderek büyümekte olduğu görülmektedir. Bu piyasalarda en büyük payı da faiz oranı işlemleri almaktadır. Türev piyasaların büyüklüğünü GSYİH ile karşılaştırıldığında finansallaşma boyutunda bu piyasaların önemi çok daha iyi anlaşılmaktadır. 2016 yılı dünya GSYİH tutarı 75.641,577 milyon ABD dolarıdır. Aynı yıldaki türev piyasaların büyüklüğü ise 482.900 milyar ABD dolarıdır. 2016 türev piyasaların büyüklüğünün dünya GSYİH tutarının 6.38 katı olduğu görülmektedir.

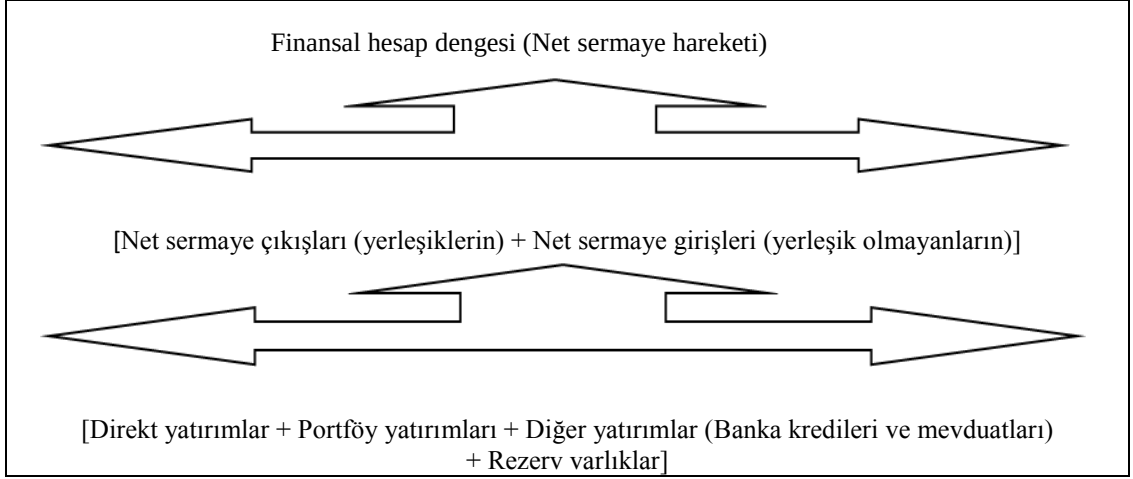
Tablo 1: Dünya Tezgah Üstü Piyasalarının Büyüklüğü

	Nominal Tutarlar (milyar \$)			
	H1 2015	H2 2015	H1 2016	H2 2016
Toplam	551,489	492,707	553,452	482,9
A. Döviz sözleşmeleri	73,607	70,446	74,171	68,598
Forwardlar/forex swaplar	36,699	36,331	39,682	37,208
Para swapları	23,566	22,750	22,789	20,903
Opsiyonlar	13,342	11,635	11,699	10,485
Diğer	0	0	1	2
B. Faiz oranı sözleşmeleri	434,507	384,025	426,797	368,356
Forward oran anlaşmaları	74,633	58,326	73,878	60,666
Swaplar	319,821	288,634	318,172	275,168
Opsiyonlar	40,053	37,065	34,723	32,226
Diğer	0	0	24	296
C. Hisse senedine dayalı sözleşmeler	7,544	7,141	6,631	6,140
Forwardlar ve swaplar	2,801	3,321	2,533	2,526
Opsiyonlar	4,743	3,820	4,098	3,613
D. Mal piyasaları	1,671	1,320	1,401	1,350
Altın	247	286	347	354
Diğer	62,363	1034	1055	996
Forwardlar ve swaplar	1,101	888	961	956
Opsiyonlar	570	432	440	393
E. Kredi temerrüt swapları	14,594	12,294	11,767	9,857
Tek isimli finansal araçlar	8,205	7,183	6,582	5,582
Çok isimli finansal araçlar	6,389	5,110	5,184	4,275
F. Sınıflandırma dışı türev araçlar	19,566	17,481	32,487	28,346
H1: Yılın ilk yarısı, H2: Yılın ikinci yarısı				

Kaynak: <https://www.bis.org/statistics/> (Erişim: 22.11.2017)

1.4.3. Sermaye Hareketleri: Giriş ve Çıkışlar

Sermaye hareketi bir finansal varlığın sahipliğinin bir ülkeden bir başka ülkeye transferidir. Bu transferdeki varlıklar genellikle öz kaynak ve borçlanma araçları olmaktadır. Bu transferler ülkenin ödemeler dengesinin finansal hesabında kayda alınmaktadır (Koepke, 2012: 1). Şekil 1’de net sermaye hareketlerini (akımını) oluşturan kalemler gösterilmektedir. Sermaye akımı giriş ve çıkışlardan oluşmaktadır. Direkt yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar (banka kredileri ve mevduatlar) ve rezerv varlıkların toplamı ise net sermaye girişlerini göstermektedir.

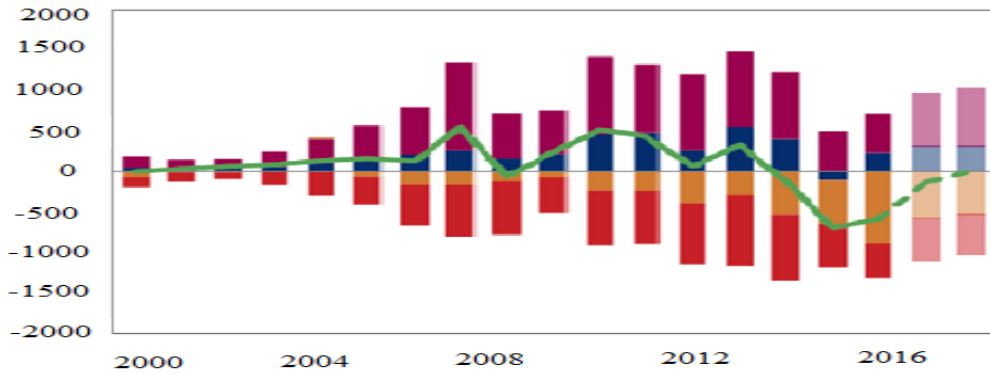


Kaynak: Koepke, 2012: 1

Şekil 1: Net Sermaye Hareketi

Sermaye hareketlerindeki giriş ve çıkışlar dünyadaki finansallaşmanın veya özelinde herhangi bir ülkedeki finansallaşmanın göstergelerinden biri olmaktadır.

2000-2016 yıllarındaki gelişmiş ekonomilere sermaye akımları ve yükselen piyasalardaki rezerv birikimine bakıldığında aşağıdaki Grafik 5, 2000-2016 yıllarına ait verileri sunmaktadır. Koyu kırmızı renkteki alanlar Çin hariç yurtdışında yerleşiklerin sermaye girişlerini, mavi renkli alan Çin'in yurtdışında yerleşiklerin sermaye girişini, turuncu renkli alanlar Çin'in yurtiçi yerleşiklerin sermaye çıkışını, açık kırmızı renkli alanlar Çin hariç yurtiçi yerleşiklerin sermaye çıkışını, yeşil alan ise yükselen piyasalardaki toplam net sermaye hareketini göstermektedir. Sermaye hareketinin en yoğun yaşandığı yılların 2005 ve 2007 yılları arasında olduğu görülürken 2007 yılındaki küresel krizin ardından 2008'deki düşüş dikkat çekmektedir. Daha sonraki yıllarda ise yine iniş ve çıkışlar kendini göstermiştir.



Kaynak: IIF, Capital Flows To Emerging Markets Brighter Outlook, 5 Haziran 2017 verileri.

Grafik 5: Gelişmiş Ekonomilere Sermaye Akımları ve Yükselen Piyasalarda Rezerv Birikimi (milyar \$)

Sermaye hareketleri ile ilgili öngörü çalışmaları yapmakta olan Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (*Institute Of International Finance-IIF*) 2017 Haziran raporundaki verilerine bakıldığında ise dünyadaki sermaye hareketinin son yıllardaki durumunu görmek mümkündür. Asya (Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland) Avrupa (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Rusya Federasyonu, Türkiye, Ukrayna) , Latin Amerika (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Venezuela) ve Afrika/Orta Doğu (Mısır, Nijerya, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Lübnan, Birleşik Arap Emirlikleri) ülkelere ait toplam sermaye hareketleri aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 2: Yükselen Piyasa Ekonomileri: Sermaye Hareketleri (milyar \$)

Milyar dolar (+=sermaye girişi, -=sermaye çıkışı)	2014	2015	2016	2017t	2018t
Yurt Dışında Yerleşiklerin Sermaye Giriş Hareketleri	1234	391	718	970	1,036
Doğrudan yabancı yatırımlar	638	574	483	520	558
Portföy yatırımı	308	43	174	243	270
Öz sermaye	97	13	62	60	110
Borç	211	30	112	183	160
Diğer yatırımlar	287	-225	61	207	209
Yurtiçi yerleşiklerin sermaye çıkış hareketleri	-1220	-837	-1,033	-892	-869
Yurtdışında direkt yatırımlar	-386	-369	-338	-345	-347
Portföy yatırımı	-185	-191	-217	-249	-230
Diğer yatırımlar	-649	-277	-478	-297	-292
Finansal Türevler, net	-13	-4	0	-4	-3
Sermaye çıkışları	-20	23	7	18	20
Kaynaklar	-111	453	401	-68	-191
Net hata ve noksanlar	-115	-241	-272	-205	-158
Net sermaye hareketleri	1	-449	-314	75	164
Hata ve Noksanlar Dahil Net Sermaye Hareketleri	-115	-690	-587	-130	6
Not:					
Mevcut Hesap Dengesi	245	214	178	180	164

Kaynak: IIF 5 Haziran 2017 verileri.

t: tahmin

Tablodaki veriler incelendiğinde, sermaye hareketliliğinin büyük kısmını doğrudan yabancı yatırımların, yurtdışında direkt yatırımların ve diğer yatırımların

oluşturduğu görülmektedir. Sermaye girişlerine bakıldığında 2016 yılında diğer yatırımların payının 61 milyar dolardan 2017’de 207 milyar dolara çıktığı dikkat çekmektedir. Ağırlığı portföy yatırımı alırken yurtdışında direkt yatırımlarda ağırlığı diğer yatırımlar almaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlarda net sermaye hareketinin çıkışlardan kaynaklı olarak 2015 yılında diğer yıllara oranla arayı açtığı da görülmektedir.

1.5. Finansallaşma ve Krizler

Kriz, etimolojik olarak Yunanca “krisis” kelimesinden gelmektedir ve sosyal bilimler açısından genellikle “buhran” ve “bunalım” kelimeleri ile eşanlamlıdır (Turgut, 2007: 35).

Finansal kriz, finansal piyasalardaki ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının kötüleştiği, bu yüzden etkin bir şekilde daha üretken yatırım fırsatları olan fon kanallarına dönüştürülemediği finansal piyasalardaki bozulmadır (Mishkin, 2001: 2).

Dünya’da yaşanan krizlere genel olarak bakıldığında, XVIII. yüzyıla kadar kriz sebepleri savaş, açlık ve mali alandaki spekülasyon olarak görülmekte iken XIX. yüzyıldan itibaren kapitalist ekonomilere özgü sebepler görülür olmuştur. Ayrıca yaşanan krizlerin tek bir alanda değil geniş bir bölgede yaşandığı ve 6-10 yıl gibi aralıklı bir süreç ile tekrar yaşandığı görülmektedir (Dura, 2009).

Finansal krizleri anlamak için öncelikle ekonomik kırılganlık ve finansal derinleşme kavramlarına da bakmak gerekmektedir. Ekonomik kırılganlık, bir ekonominin harici şoklara maruz kalan, ekonomik açıklıktan ortaya çıkan riziko sahası olarak tanımlanmaktadır (Briguglio vd., 2009: 229). Finansal derinleşme ise, “bir ülkede kullanılan finansal araç türlerinin artması ve bu araçların daha yaygın kullanılabilir hale gelmesidir” (Oruç ve Turgut, 2014: 109). Finans sektöründeki gelişme, finansal genişlemeyi tanımlamakla birlikte finansal derinleşmeyi de içermektedir. Finansal genişlemeden kasıt ise finansal hizmetlerin yaygınlaşması ve finansal kurumların büyümesidir (Aslan ve Korap, 2006: 2). Ekonomik kırılganlığın olduğu ve finansal derinleşmenin sağlanamadığı piyasalarda krizler kaçınılmaz olmuştur.

Kriz kavramı dünyada küreselleşme ve şeffaflaşma süreçleri birlikte 1990’lı yıllarda bilgi teknolojisindeki yenilikler ve bu yeniliklerin finansal tekniklerde ve araçlarda kullanılması ile yaşanan krizlere yeni bir boyut kazandırmıştır (Öztürk ve Gövdere, 2010: 379). Dolayısıyla 1929’da Büyük Buhranı yaşayan dünya 1990’lı

yıllarda temelini atan ve 1990 ve 2000’li yıllarda ardı ardına kendini gösteren krizlerle finansallaşma ve kriz kavramlarını sıklıkla kullanır olmuştur.

Finansallaşmanın ekonomik kırılganlığı artırdığını gösteren göstergeler vardır. 1990’ların sonunda ve 2000’lerin başında bu kırılganlık, uluslar arası düzeyde dünya ekonomisinde ciddi sorunlar oluştururken, ABD 2008’de en keskin şekilde bu kırılganlığı yaşamış ve bu kırılganlık Avrupa başta olmak üzere dünyayı etkilemiştir (Kahveci, 2012: 32).

Finansal derinleşmenin olduğu ülkelerde finansal işlemler daha sağlıklı yapılmakta ve yaşanabilecek krizler azaltılmakta ya da hafif atlatılmaktadır. Diğer bir ifade ile finansal piyasalar gelişmiş olursa tasarrufların yatırıma dönüşme hızı artarken fon temininde çok daha çeşitli ve etkin finansal araçların kullanılması sağlanacaktır (Altunöz, 2013: 184). Uslu ve Gündoğdu (2011)’ye göre finansallaşma yapay zemine oturtulduğunda üretime dayalı yeni bir değer yaratmayacağından olumsuz sonuçları olacaktır. Finansal gelişmenin ölçülmesinde miktar ölçütleri, yapısal ölçütler ve reel faiz oranları ile ilgili olan finansal fiyat ölçütü kullanılmaktadır. Miktar ölçütleri; $M1/GSYİH$, $M2/GSYİH$, $M2Y/GSYİH$, $M3/GSYİH$ gibi parasal büyüklükleri gösterirken, özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı ($ÖSKH/GSYİH$), yurtiçi toplam kredi hacminin gelir oranı ($ÖSKH/Gelir$), özel sektöre verilen kredilerin toplam kredi hacmine oranı ($ÖSKH/YİKH$) ise kredilere ilişkin büyüklükleri göstermektedir (Oruç ve Turgut, 2014: 111). Menkul kıymet borsası reel işlem hacmi ve borsa kapitalizasyonu (borsa işlem hacminin gelire oranı) ise sermaye piyasasına ilişkin göstergeler olarak tanımlanmıştır. Geniş tanımlı para arzının dar tanımlı para arzına oranı ($M2/M1$) ise finansal gelişmenin ölçümünde kullanılan yapısal bir ölçüttür (Karabacak, 2011: 9).

Finansal krizlerin nedenlerine bakıldığında ise (Turgut, 2007: 39-41);

-Finansal liberalizasyon (finansal sistemlerde kolaylıklar sağlayan deregülasyonun yapılması),

-Sabit döviz kuru sistemleri (sabit kur uygulayan ülkelere sermaye akımının yaşanması ve kısa vadeli fonların oluşması),

-Makroekonomik nedenler (aşırı genişlemeci para ve maliye politikalarının oluşturduğu olumsuz gelişmelerin sıkı para ve maliye politikaları ile giderilmeye çalışılması) olarak üç neden görülmektedir.

Aşağıda dünyada yaşanan belli başlı krizlere değinilecektir. Bu krizlere bakıldığında, temel unsurlarda benzerlik olsa da hiçbir krizin birbiri ile aynı olmadığı görülecektir.

1.5.1. Latin Amerika Krizi

1929 Büyük Buhran'dan II. Dünya savaşına kadar korumacı bir ekonomi izleyen Latin Amerika, savaş sonrası dönemde, 1970'lere kadar ithal ikameci sanayileşmeye dayanan bir ekonomi modeli uygulamıştır. Bu ekonomi modeli ile de makroekonomik anlamdaki dengesizliklere rağmen önemli bir büyüme oranı yakalamıştır. 1970'lerde ise Güney Amerika ülkeleri dış ticarete açılma yolunda reformlar başlatmıştır (Çil, 2009: 18).

Ancak 1982'de yaşanan dış borç krizi ile Latin Amerika ülkelerine akan sermaye akışının durmasıyla bölgedeki durum tersine dönmüştür ve hızla yayılmıştır. Latin Amerika'ya yapılan banka finansmanındaki ani kesilme bölgeyi her tarafa yayılan ve on yıl süren ciddi bir krize sürüklemiştir. Aşırı harici fonlamadan ciddi bir kesintiye geçişin neden olduğu keskin makroekonomik ayar, ekonomik ve sosyal fiyatı yükseltmiştir (Devlin ve Davis, 1995: 118).

1.5.2. Asya Krizi

1970'lerin sonları ve 1980'lerin başlarında gelişmiş OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development Countries*-Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) ülkelerinde alınan deregülasyon önlemleriyle ortaya çıkan finansal liberalizasyon, zamanla gelişmekte olan ülkeleri de etki alanına almıştır (Ongun, 2012: 52). Bu etkinin olumlu sonuçlarının olması yanında artık finansallaşma ile bütünleşen finansal krizlerin çıkması ile de olumsuz sonuçları olmuştur. 1997'de yaşanan Asya Krizi buna en güzel örnektir.

1997 yılının Haziran ayında Tayland'da ortaya çıkan bir para krizidir. Tayland'da başlayan kriz önce Güney Doğu Asya krizi iken sonra Asya Krizine dönüşmüştür. Kriz, Tayland, Malezya, Endonezya ve Güney Kore'de yaşanmıştır. Ancak diğer bölge ekonomilerinde de etkisi görülmüştür. 1980'lerin başında Tayland, Malezya ve Endonezya dış borç krizine girmiş, Uluslararası Para Fonu'nun (*International Money Fund*-IMF) uyum programlarını uygulamak zorunda kalmış, 1985-1990 arasında bu ülkelere Japon sermayesi akmış ve ihracatta artış ortaya çıkmıştır (Sungur, 1999: 205). Ancak Japonya yeni pazarlar bularak piyasadan

çekilmeye başlamıştır. 1996 sonları ve 1997 başlarında Tayland para birimi Baht'ın üzerindeki baskılar artmıştır. Bu süre zarfında, finansal sektördeki performansı iyi olmayan varlıklarla ilgili artan kaygılar ve 1996 yılının dördüncü çeyreğine ilişkin zayıf mali ve ihracat verileri gün yüzüne çıkmaya başlamıştır. Pek çok gayrimenkul yatırımcısının borçlarını ödemekte zorlandığı raporlanmıştır. Finansman şirketlerinin kredilerinin % 30'unu emlak sektörüne kullandığı tahmin edilirken, finans sektörünün hassasiyeti giderek artan bir endişe konusu olmuştur (Asia-Pacific Economic Cooperation Study Center, 2000: 7). Yaşanan gelişmeler sonucunda Thai merkez bankası, Bahtın değerini korumaya çalışmış ancak baskılara dayanamaması nedeni ile 1997 Temmuz'unda serbest bırakmıştır. Bahtın değerinin düşmesi ile de 1997 Asya Krizi patlak vermiştir. Tayland'da yaşanan kriz diğer ülkelerde de güven problemini gündeme getirmiştir. Sonrasında aynı durumlar diğer ülkelerde de sürü psikolojisi etkisiyle yaşanmaya başlamıştır (Sungur, 1999: 206).

1.5.3. Rusya Krizi

1991 Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından Rusya kapılarını 2 Ocak 1992'de kapitalizme açmıştır. Ancak ülkedeki enflasyon giderek yukarı tırmanmaktadır. Serbest piyasa ekonomisinde fiyatların serbest bırakılmasıyla 1992 yılında enflasyon %2500'lere çıkmıştır. Dış ticaretin serbestleşmesi gibi ekonomi politikaları sonuç vermiş ve 1995'de %131'e gerileyen enflasyon 1997'de %10'lara kadar ulaşmıştır (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 15 Nisan 2019).

1995 yılında istikrara yönelik çeşitli girişimler olmuştur. 1996'da ise IMF ile *Stand-by* anlaşması imzalanmıştır. Ancak aşırı sanayileşmiş bir ekonomi, aşırı verimsiz ağır sanayi (kompleks ordu sanayisi de dahil) ile donatılmış bir geçmiş devralan Rusya'nın 1995 yılındaki istikrara geçiş girişimlerinin derin yapısal ve kurumsal reformlara dayandırılmadığını belirtmek gerekmektedir (UNCTAD ve UNECE, 1998: 3). Diğer taraftan krizin uluslararası finansal sistemdeki sorunlardan kaynaklandığını savunan kesime göre IMF sıkı mali ve para politikaları talep ederek krizi alevlendirmiştir (Birkenes ve Pennell, 1999: 2). Sıkı para politikası ile enflasyon %10'lara düşse de sübvansiyonlar ve vergi gelirleri artırılmamıştır. Yeterli kamu geliri olmaması nedeniyle de hükümet borçlanmaya gitmiştir. Ancak bu borçlanmalar kısa vadeli olmuştur ve Rusya 1998 Ocak itibariyle toplam 220 milyar dolar borç yükü altında kalmıştır. Bu borç yükünün 150 milyar dolarını dış borç ve 70 milyar dolarını ise iç borç oluşturmaktadır. Yaşanan derin kriz nedeniyle

gerileyen enflasyon oranları da 1998’de %84,4’e kadar yükselmiştir (Yürekli, 2004: 110-112).

Diğer yandan petrol gelirlerindeki keskin azalışın da krizdeki yerinden bahsetmek gerekmektedir. 1980 yılında 268,9 milyar dolar petrolden gelir elde eden Rusya, 1998 yılında ancak 17 milyar dolar gelir elde edebilmiştir (Berikan ve Hüseyinli, 2017: 31).

Yaşanan bu sorunların ardından, 17 Ağustos 1998’de Rus otoriteleri, Rusya ve dünya üzerinde güçlü bir etki yaratan bazı keskin önlemler duyurmuştur. 1999 öncesine tekabül eden ruble üzerinden ödemesi olan hükümet kağıtları askıya alınmış, bütün yabancı borç hizmeti veren Rus bankalarına ve firmalara 90 günlük moratoryum ilan edilmiş ve kısa dönem borçların yeniden yapılanması duyurulmuştur (Gobbin ve Merlevede, 2010: 141).

1.5.4. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Türkiye Krizi

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, Türkiye’de yaşanan yerel krizler olmuştur. Yukarıda bahsedilen diğer krizlerle dünyadaki küreselleşme ve finansallaşmanın kaçınılmaz etkileri bu krizlerde de kendini göstermiş ancak daha çok bankaların yapılanması ve uygulanan IMF programları gibi yerel bazdaki etkiler büyük rol oynamıştır.

Makroekonomik anlamda ulusal paranın yerleşikler tarafından talep edilmemesi nedeni ile bankaların veya bireysel yatırımcıların borçlanmalarını yabancı para ile yapmasına neden olmuştur. Uzun vadeli yatırımların kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi, döviz kurunun enflasyon üzerinde risk artışına neden olmuştur (Yavaş, 2007: 156). Türkiye’nin IMF destekli 1999 enflasyonla mücadele programını uygulamaya başlaması ile uzun vadeli sermaye hareketliliği, %114,3 artarken kısa vadeli sermaye hareketliliği, % 431,6 artış göstermiştir (Sancar, 2010: 18) Bu sermaye girişleri karşısında faizlerdeki düşüşün devam edeceği beklentisi ile açık pozisyonlarını genişleten Türk Bankacılık sistemi, spekülative sermaye çıkışları karşısında şok faiz yükselişleri ile Kasım 2000’de ciddi bir likidite krizine girmiştir. 19 Şubat 2001’de Türkiye Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında yaşanan siyasi gerilim olayı da krizin ortaya çıkışındaki diğer bir spekülative adım olmuştur. Kamu bankalarının 2000’deki krizi sonucunda yeniden yapılanmalarındaki gecikme ve dövize olan talepleri de 2001 krizinin diğer bir nedeni olmuştur (Sancar, 2010: 20).

1.5.5. 2008 Küresel Finansal Kriz (Morgage Krizi)

1929’da yaşanan Büyük Buhran, krizlere ilişkin literatürde önemli bir yer tutsa da küresel anlamda oluşan krizin 2008’deki finansal kriz olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü küreselleşmenin getirdiği teknoloji ve bilgi ağındaki etkiler Büyük Buhran döneminde yaşanmamakta idi ve bu nedenle dünyadaki tüm ülkelerin bu krizden etkilendiğini söylemek mümkün değildir. 2007 yılında ABD’de başlayan krizin hızla yayılmaya başlayarak tüm dünyayı etkisine aldığı söylenebilir.

Lapavitsas’a göre (2011) bankalar, 1970’lerden beri çeşitli şekillerde yeniden yapılanmıştır. Bunlardan iki tanesi ön plana çıkmıştır. Birincisi bankalar kâr kaynağı olarak hane halkları ve kişilere yönelmişlerdir, ikincisi bankalar ticaret yani yatırım bankacılığı yönünde ücretler komisyonlar ve kazanç elde etmek için finansal pazar arabuluculuğuna dönüşmüşlerdir. Bankaların hane halkına yönelmesi ise işçi gelirlerinin finansallaşması ile ilgili olmuştur. Bunun bir ayağı da *morgage* kredileri olmuştur.

Morgage kredileri üç temel başlıkta toplanabilir; Prime ya da A kalite (üst gelir grubu), Alt A (orta gelir grubu), *subprime* ya da riskli grup (alt gelir grubu). Bu üç başlıkta toplanan krediler, birincil piyasalarda düzenlenirken ikincil piyasalarda ise bu kredilere bağlı olarak oluşturulan menkul kıymetler alınıp satılmaktadır. *Morgage* kredisi kullanan taraf, kredisinin faiz giderini öderken elinde *morgage* gayrimenkulüne bağlı menkul kıymeti tutan taraf, bu gideri faiz geliri olarak almaktadır (Öztürk ve Gövdere, 2010: 384).

2000-2006 yılları arasında yükselen likidite, bankalar tarafından kârlı bir alan olan morgage kredilerine yönlendirilmiştir. Öyle ki bankalar, herhangi bir geliri olmayan bireylere dahi kredi kullandırmışlardır. Konut fiyatlarının yükselmesi ile başlayan geri ödeme problemleri hacizli konut sayısını artırmış, akabinde bankalar bu konutları piyasaya arz etmişlerdir (Afşar, 2011: 150). Piyasaya arz edilen hacizli konutlar üzerinden oluşturulan menkul kıymetlerin piyasası da giderek şişmiştir. Ancak kredilerin vadelerinde ödenmemesi sorununun baş göstermesi ile mevcut borç, konut sahibi bireyin bireysel geliri ile ödenemediği gibi değeri sanal bir ortamda yükselmiş gayrimenkulün değeri ile de ödenemeyecek noktaya gelmiştir. Sistemdeki bu sarsıntı ile baş gösteren kriz, finansal kurumların çökmesi, tüketicinin güveninin sarsılması ile devam etmiştir. Bütün bunlardan dolayı reel sektörde talep gerilemiş ve kriz reel sektörde de kendini göstermiştir (Önder, 2009: 17).

Sonuç olarak, finansallaşma, deregülasyon, finansal liberalizasyon, küreselleşme, teknolojik gelişme ve liberal politikaların etkisi ile hızlı bir gelişim süreci göstermiş ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde de etkin olmuştur. Bu gelişim sürecinin büyüme, sermaye hareketliliği gibi olumlu yönleri olduğu gibi neden olduğu krizlerle de olumsuz yönleri olmuştur.

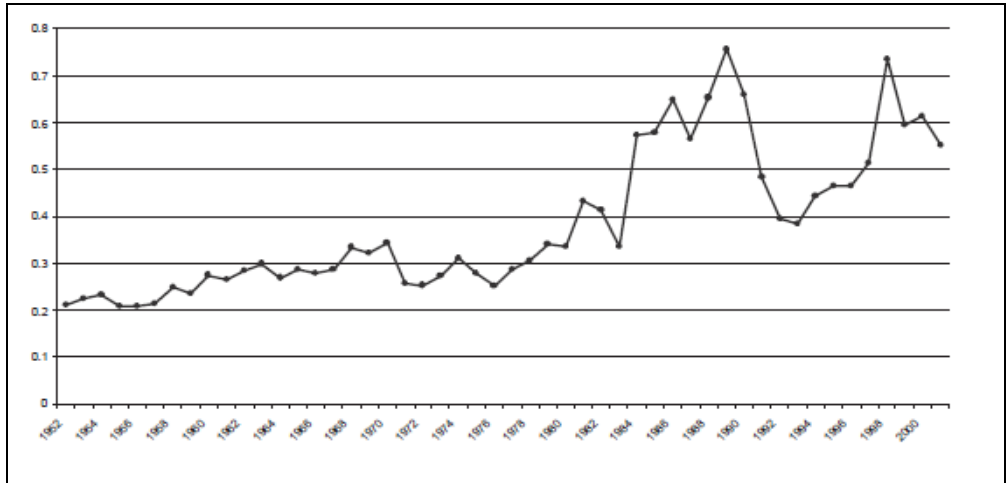


İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL OLMAYAN İŞLETMELER VE FİNANSALLAŞMA

Finansallaşma, olgunlaşmış kapitalist ekonominin üç farklı özellikle sistematik bir dönüşümdür. Birincisi; bankalar ve finansal olmayan işletmeler arasındaki ilişkilerin, iç kaynaklara ağırlıklı olarak bel bağlanırken serbest piyasada dış kaynak aranması ile değişmesidir. İkincisi; bankaların kendilerini dönüştürmeleridir. Bankalar özellikle açık piyasalardaki işlemlere aracılık etmeye yönelmişler, böylece ücret, komisyon ve ticari kâr elde etmişlerdir. Üçüncüsü; çalışanların finansal varlıkları tutma ve borç alma yoluyla finansal sistemin içinde yer almaları artarak büyümüştür (Lapavitsas, 2011: 623).

Dünyada finansallaşma sürecinde finansal şirketler aktif rol oynarken finansal olmayan işletmeler de azalan kârlılıklarını artırmak için farklı fırsatlar gözlemleyerek finansallaşma sürecinde etkinlik göstermişlerdir. Finansallaşmanın temelini atıldığı yer olan Amerika'daki finansal olmayan işletmelerin, 1952 ve 2000 yılları arasında finansal piyasalara yaptığı toplam ödemeler, 1950'lerde düşük seviyede ilerlerken 1960'larda ve 1970'lerde %30'lara yükselmiş, 1980'lerde 1989 yılı ile zirve yapmış, 1990'larda, 1992 ve 1993 yıllarındaki düşüşün ardından 1998 ile tekrar zirve yapmıştır (Grafik 6). Bu grafik ile finansallaşmanın finansal olmayan işletmelere etkisi 1980'lerden itibaren kendini çok net göstermektedir.



Kaynak: Crotty, 2003: 278

Grafik 6: 1952-2000, Finansal Piyasalara Yapılan Ödemeler (ABD)

Finansallaşma önce Amerika’da akabinde diğer ülkelerde etkili olmuş, Türkiye de bu etkiden payını almıştır. Bu bölümde finansallaşmanın finansal olmayan işletmelere etkisinin neler olduğu, makro ve mikro düzeyde açıklanmaya çalışılacaktır. Teorik olarak ifade edilen bu etkileri sayısal olarak da görmek için konu başlıkları altında yeri geldikçe çeşitli grafiklerle analiz yapılacaktır. Grafikler için Türkiye’de “imalat sanayi”, “toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar”, “elektrik, gaz ve su”, “teknoloji”, “ulaştırma, haberleşme ve depolama”, “madencilik”, “tarım, orman ve balıkçılık” sektörleri olmak üzere 7 farklı sektörden BIST’e kayıtlı 254 finansal olmayan işletmenin, 2007-2018 yıllarına ait verileri kullanılmıştır. Sektör bazında oluşturulan grafiklerde ise işletme sayısı bakımından bünyesinde en fazla işletme bulunduran “imalat sanayi”, “toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar” ve “teknoloji” sektörlerine değinilmiştir.

2.1. Dünya’da ve Türkiye’de Finansal Olmayan İşletmelerin Yapısı

Dünyada ve Türkiye’de işletmelerin yapısını analizde çeşitli gruplandırmalar yapılabilmektedir. Faaliyet alanlarına göre, üretim araçlarının mülkiyetine göre, hukuki yapılarına göre, büyüklüklerine göre, kullandıkları üretim teknolojilerine göre olmak üzere gruplandırma yapmak mümkündür.

İşletmelerin yönetsel ve örgütsel yapıları bulunurken bir de çevre faktörleri bulunmaktadır. Yönetsel ve örgütsel yapılarından kasıt, örgüt içi resmi ve gayriresmi iletişimden tutun, yöneticilerin yöneticilik ve liderlik tarzları, ast ve üst arasındaki ilişkiler, yetki ve sorumlulukların nasıl verildiği, karar verme, yönetimin merkeziliğine kadar pek çok konudur. Çevre faktörleri ise iç ve dış çevre faktörleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İç çevre faktörleri, yöneticiler, çalışanlar, işletmenin teknolojisi, mali durumu, üretim sistemi, örgütsel ve yönetsel durumları, işletmenin stratejileri, politikaları, taktikleri vs konularından oluşmaktadır. Dış çevre faktörleri ise ülkedeki ekonomik durum, yasal düzenlemeler, rakip firmalar, o ülkenin kültürel durumu, uluslararası konjonktür ve ilişkiler gibi durumları kapsamaktadır (Özdeveci, 2002: 95-96).

Dünya genelinde işletmelerin mülkiyet yapılarına bakıldığında ortalama olarak %80’inin aile işletmesi olduğu görülmektedir. Aile işletmelerine ülkeler olarak bakıldığında ise Amerika Birleşik Devletleri’nde işletmelerin %90’ı, Avrupa’daki işletmelerin %85’i, Türkiye’deki işletmelerin ise %95’i aile işletmesi konumundadır

(Yazıcıoğlu ve Koç: 2009: 498). Türkiye’de BIST’te işlem gören şirket sayısı 2019 Şubat ayı itibari ile 514’dur.

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliğinin yayınladığı 2018 yılı genel görünümü verilerine göre, 2018 yılında 86.349 şirket kurulurken 13.593 şirket kapanmıştır. 2018 Aralık ayı verilerine göre en çok şirket kuruluşu olan ilk 10 faaliyet içinde ilk sırayı “ikamet amaçlı olan veya ikamet amaçlı olmayan binaların inşaatı” alırken ikinci sırada, “bilgisayar programlama faaliyetleri”, üçte “işletme ve diğer idari danışmanlık faaliyetleri” yer almaktadır. En çok kapanışı olan ilk 10 faaliyet arasında da ilk sırayı “elektrik enerjisi üretimi”, ikinci sırayı “ikamet amaçlı olan veya ikamet amaçlı olmayan binaların inşaatı” ve üçüncü sırayı “işletme ve diğer idari danışmanlık faaliyetleri” tutmaktadır. 2018 yılında yabancı sermayeli kurulan şirketlerdeki yabancı sermaye oranının ise %77,53 olduğu belirtilmektedir. 2018 Aralık ayı itibari ile kurulan yabancı sermayeli şirket sayılarının ülkeler genelinde değerlendirilmesinde Türkiye 40 şirket ile ilk sırayı alırken İran 8 şirket ile ikinci sırada, ABD 4 şirket ile üçüncü sırada yer almıştır.

İşletmelerin yukarıda bahsedilen yapıları göz önünde bulundurulduğunda finansallaşmanın etkileri açısından finansal olmayan işletmeleri, tek bir grup altına koymak mümkün değildir. Ancak finansallaşma açısından bakıldığında işletmelerin bazı özelliklerinin finansallaşmadaki etkilerinden bahsedilebilmektedir. Örneğin işletme büyüklüğü, işletmenin aile şirketi olup olmaması, profesyonel yöneticilerin olması, dış çevre unsurlarından çeşitli makro etkenlerin bulunması gibi faktörlerin etkili olabileceği düşünülmektedir.

2.2. Finansallaşmanın Finansal Olmayan İşletmelere Makro Düzeyli Etkisi

Yeldan (2009), paranın ve finansal varlıkların değerlerinin herhangi bir standardının olmamasından ötürü belirlenememesi ile piyasalardaki “belirsizliğin” giderilemediğini ve “güvenin” bir türlü oluşturulamadığını ifade etmektedir. Yeldan (2009)’ a göre, Altın Çağ olarak ifade edilen 1950-1974 yıllarında *Bretton Woods* sisteminde piyasalarda sabit kur sistemi işlemiştir. Bu da paranın değerini belirleyen bir unsurun olması demektir. Ancak sermaye birikiminin artması, kâr oranlarında düşüşe neden olmuş ve dolayısıyla bu *Bretton Woods* sisteminin sonunu hazırlamış ve 80’li yıllarda başlayan finansal piyasalardaki serbestleşme hareketinde finansal işletmeler önemli rol oynarken finansal olmayan işletmeler de payını almıştır.

Amerika Birleşik Devletlerinde başlayan finansallaşma, küreselleşmenin yardımı ile dünyayı hızlı bir şekilde kaplamıştır. Bu değişim finansal sektörün ani genişlemesi ve hızlı bir şekilde yenilenen yeni ürünlerin hareketi ile oluşmuştur, oysa ki bu dönüşümün diğer tarafı bu durum karşısında büyümeye devam eden ekonomideki finansal aktörlerin aktif ve öncü rolü olmuştur (Tellalbaş ve Kaya: 2013: 127).

Finansallaşma kavramının köklerinin Amerika Birleşik Devletleri'nde oluştuğu düşünüldüğünde, 1967-2010 yılları arası, ABD'deki gelir eşitsizliği ve finansallaşma arasındaki ilişkiyi ekonometrik bir modelle inceleyen Van Arnum ve Naples'e (2013) göre 1970'ler yalnızca ticari bankaların faaliyetlerinde yeni yollara şahitlik etmemiş, yasal düzenlemelerin gerisinde büyük oranda finansal endüstrinin büyümesine de yol açmıştır. Banka ve finans arasındaki çizginin bulanık hale getirilmesi ve yasal düzenlemelerdeki boşlukların istismar edilmesi ile hem ticari bankalar hem de finansal olmayan kuruluşlar büyüyen kârlılığı fark etmiştir. Fakat bu şekilde yapılan işler, geniş çapta finansal sektör ve ekonomideki doğal riski artırmıştır. 1960'lar ve 1970'lerin azalan reel yatırımlardaki kâr oranları yıkıcı nitelikte olmuştur. Küresel piyasalarda Alman ve Japonların varlığı, eski kâr oranlarına dönüşü korumak için üreticileri maliyet artı kâr şeklindeki fiyatlamalardan (mark up) alıkoyan uluslararası rekabetçi baskının bir örneği olmuştur. Dolayısıyla firmalar reel yatırımlardan finansal varlık yatırımlarına dönmüştür. Bu, Amerika'da finansallaşmanın başlangıcı olmuştur. Ardından yaşanan enerji krizi de bu sürece ivme katmıştır. Enflasyonla savaş para politikasının yeni tek örneği olmuş ve faiz oranları yükselirken finansal kârlılık artmıştır. Uygulanan politikalarla güç dengesi finansal varlık sahiplerine kaymaya başlamıştır. Finansal kuruluşların ağırlık kazandığı ortamda finansal olmayan kuruluşlara da kazançlarını artırmaları yönünde baskı olmuştur. Kârların azalması ve artan finansallaşma, ücretlerde aşağı yönlü baskı, birliklerin lisans iptalleri ve ithalata kaynak artışı dahil olmak üzere maliyet baskılarına yol açmıştır. Yalnızca özel sektör çalışanları küçülme ve dış kaynaklardan yararlanma nedeni ile ücretlerinin kötüleşmesini görmemiş, kamu sektörü çalışanları da küçük hükümet ajandalarının kurbanı olmuş ve makroekonomi politikasının ana önceliği olan tam istihdamdan kayma son yıllarda gelir eşitsizliğinde artışa neden olmuştur (Van Arnum ve Naples, 2013: 1167).

Amerika'daki finansal olmayan işletmeler, neoliberal küreselleşmenin oluşturduğu iki büyük değişiklikten olumsuz etkilenmiştir. Birincisi; küresel talep büyüme oranındaki yavaşlama ve finansal olmayan işletmelerin kâr oranında gerileme dönemine sebep olan kilit üretim piyasasındaki yoğun rekabet artışı ve ikincisi; “sabırlı” piyasalardan reel faiz oranını artıran, finansal olmayan işletmeleri finansal işletmelere olan nakit akışlarındaki artan payı ödemede zorlayan, keskin bir şekilde yönetsel öngörülerini değiştiren ve finansal olmayan işletmelerin planlama anlayışlarını kısaltmalarına (kısa vadeli planlar yapmaya yönelten) yardım eden “sabırsız” finansal piyasalara olan kaymadır (Crotty, 2003: 272). 1980’lerin ortalarından itibaren ABD’de finans dışı işletmelerin kâr oranlarında yaşanan artış, finansal olmayan işletmelerin kârlarının faaliyet dışı finansal spekülasyonlardan elde edilmesi ile yaşanmıştır (Yeldan, 2009: 16).

Lapavitsas (2011) için finansallaşma üç temel unsuru içeren olgunlaşmış kapitalist ekonomilerin sistematik bir dönüşümü olarak belirlenmiştir. Birincisi, büyük finansal olmayan işletmeler banka kredilerine olan güvenlerini azaltmış ve finansal kapasitelerini elde etmişler; ikincisi, bankalar hane halklarının borçlanması gibi finansal piyasalardaki aracılık faaliyetlerini genişletmişler; üçüncüsü, hane halkları, borçlanma ve varlık sahibi olma gibi her iki finans alanında artan bir oranla yer almışlardır.

Finansallaşmadaki ilk unsur olarak gösterilen finansal olmayan işletmelerin bu faaliyetlerine *General Electric* (GE)’in kurduğu *General Electric Capital* (GE Capital) ve Ford şirketinin kurduğu *The Ford Motor Credit Company* (FCC) şirketleri verilebilir. GE Capital’in 1980 yılında satış gelirleri içindeki payı %5 iken 2000 yılında %50’lere ulaşmış, Ford ana şirketi bazı yıllarda zarar ederken *The Ford Credit Company* ise hep kâr etmiş ve kâr payını da yükseltmiştir (Koç, 2013: 63-64).

Literatürde Avrupa ülkelerindeki duruma bakıldığında da Alvarez (2015) tarafından yapılan çalışmada, Fransa’daki finansal olmayan işletmelerin durumuna ilişkin bilgi edinilebilmektedir. Finansal olmayan işletmelerin finansal kârlara bağımlılığındaki artış, finansal olmayan işletmelerde ücret payında olası düşüşe neden olmaktadır. Finansal piyasalarda finansal olmayan işletmelerin büyüyen payı ve akabinde gelen finansal olmayan kârlara karşı finansal kârlardaki artış, yönetici ve hissedarlara nispeten, işçilerin azalan pazarlık gücü ile sonuçlanmaktadır. Finansal

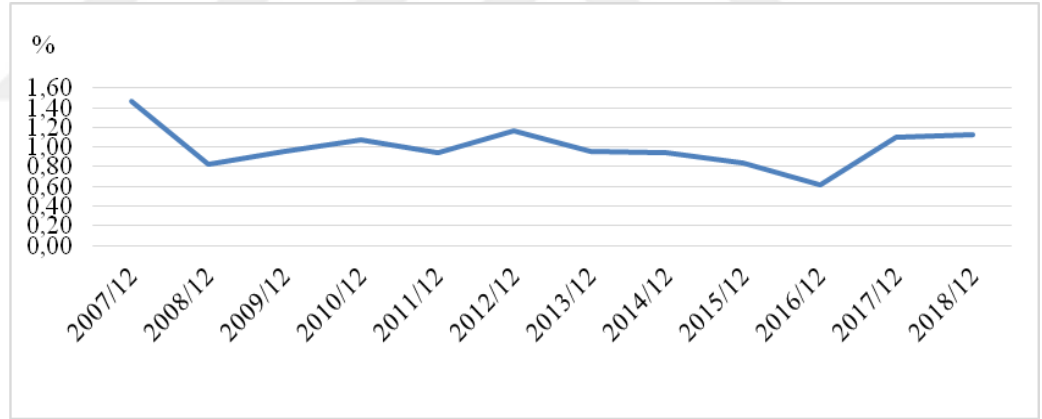
kanallar yoluyla elde edilen kârlara artan bağımlılık, finansal olmayan işletmelerde emeğin toplam gelirdeki payını azaltmada olası olmaktadır (Alvarez, 2015: 3).

Makroekonomik koşulların finansallaşma ile ilişkisini Türkiye’deki firmalar üzerinden ekonometrik bir çalışma ile analiz eden Demir (2009) ve Akkemik ve Özen (2014) de makroekonomik faktörlerin firmaların finansallaşma davranışlarını etkilediğini belirtmektedirler.

Literatürdeki çalışmalarda makroekonomik koşullardaki oynaklık, yöneticilerin en uygun likit varlık seviyesini belirlemelerini etkilemekte ve firma kaynaklarının etkin dağılımını engellemekte olduğu görülmektedir. Finansal olmayan işletmelerin davranışları tarafından sergilenen heterojenliğin makroekonomik belirsizlikle negatif ilgisi olabilmektedir. Ayrıca bu durum benzer karakterli firma grupları arasında söz konusu olabilmektedir. Asimetrik bilgi sorunu olan firmalar, harici finans kaynaklarına ulaşmada sınırlı başarı gösterirken, diğer yandan ciddi asimetrik bilgi sorunu olan firma yöneticileri belirsizliğin arttığı dönemlerde daha az asimetri sorunu olan firma yöneticilerine göre daha ihtiyatlı, muhafazakar davranmaktadır. Ayrıca firma grupları bazında sermaye yoğun firmalarda emek yoğun firmalara göre bu ilişkinin daha kuvvetli olduğu görülmektedir (Christopher vd., 2006: 293).

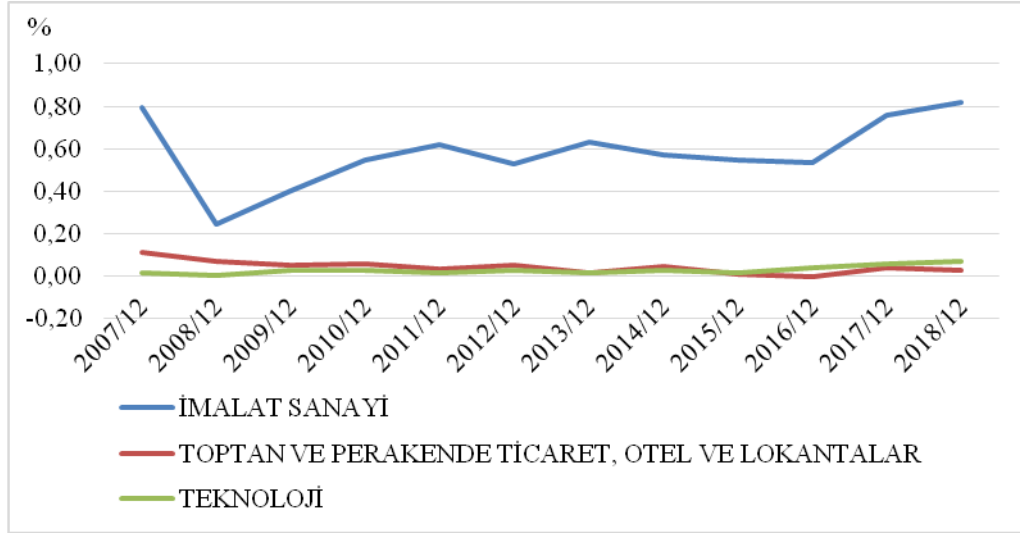
Makro ekonomik koşullardaki belirsizliklerin işletmeleri finansallaşmaya itmesi ile reel yatırımlarda kayma olmaktadır. Reel yatırımlarla finansallaşma arasındaki ilişkiyi inceleyen Orhangazi (2008)’ye göre, finansal olmayan işletmelerde finansallaşma iki şekilde yatırımları negatif etkilemektedir. Birincisi artan finansal yatırımlar, reel yatırımları dışlayarak (*crossing out* olarak adlandırılan dışlama etkisi) ve kısa vadeli fon oluşturarak negatif bir etkiye sahiptir, ikincisi finansal piyasalara yapılan ödemelerdeki artış reel yatırımları, içerdeki fonları azaltarak, belirsizliği artırarak ve planlama görüşünü kısaltarak sınırlandırabilmektedir. Birinci durumda finansal piyasalardaki kâr fırsatları üretim piyasasındakinden daha iyi olduğu zaman bu, reel varlıklarda daha az finansal varlıklarda daha çok yatırım niyeti oluşturur. Kısa dönemde geri dönüşümleri artırmak için firma yönetimindeki baskı onları daha uzun vadede dönüş sağlayan reel yatırımlar yerine hızlı dönüş sağlayan finansal yatırımları seçmeye zorlayabilir. İkinci durumda firmalar tarafından hisse geri alımları ve kâr payları biçiminde finansal piyasalara yapılan artan ödemeler finansal olmayan işletmeler üzerinde baskı oluşturarak reel yatırımları baltalayabilmektedir.

Türkiye’de, BIST’e kayıtlı 254 finansal olmayan işletmenin verilerinden düzenlenen aşağıdaki Grafik 7, bize firmaların 2007-2018 yıllarına ait net kârlarının gayri safi milli hasıla içindeki yüzde oranlarını göstermektedir. Net kâr/GSMH oranı finansal olmayan işletmelerin GSMH’den aldıkları payı göstermesi açısından önemlidir. 2008 küresel kriz düşünüldüğünde grafikte, 2007 yılından 2008 yılına bir düşme yaşandığı görülmektedir. Ardından 2011 yılında bir düşüş yaşanmıştır. 2011 yılı ekonomik büyümenin yaşandığı ancak döviz kurlarının yükseldiği bir yıl olmuştur. Diğer taraftan 2013 Mayıs ayında FED’in parasal genişlemeye ileriiki dönemde son verileceğini açıklaması sonucunda döviz piyasalarında ve borsada yaşanan hareketlilik grafiğe yansımıştır. Bir diğer önemli düşüş 2016 yılında yaşanmıştır. Bunun nedeni olarak 2016 yılında Türkiye ekonomik büyümesindeki yavaşlama, dolar/TL kurundaki hareketlilik ve darbe girişimi olaylarının etkisi görülebilir. GSMH içindeki paylarının artması ile yaşanan yükselişlerle de bu işletmelerin finansal piyasalardan elde ettikleri kârın önemine ve dolayısıyla reel yatırımlara olan olası negatif etkiye dikkat çekilebilir.



Grafik 7: 2007-2018, Net kâr/GSMH (%)

Net kâr/GSMH oranına işletme sayıları bakımından üç büyük sektör bazında bakıldığında (Grafik 8) en büyük rakamların öncelikle imalat sektöründe olduğu ardından ise toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe olduğu teknoloji sektörünün ise üçüncü sırada olduğu görülmektedir.

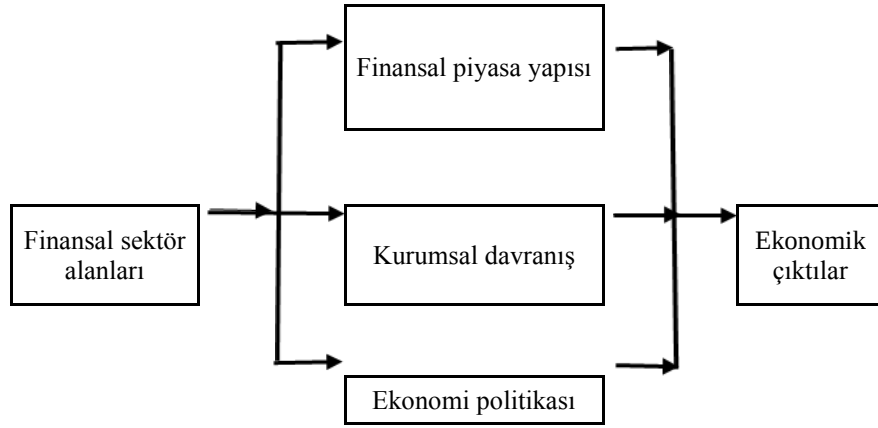


Grafik 8: 2007-2018, Sektör Bazında Net kâr/GSMH (%)

Yine bu üç sektörün de 2008 küresel krizinden, 2011, 2013 yılında ve 2016 yılında yaşanan gelişmelerden etkilendiği görülmektedir. Ancak burada dikkat çekici nokta imalat sanayi sektörünün net kâr/GSMH oranının 2010-2011 arasında ve 2012-2013 arasında yükselmesi olmuştur. Ancak akabinde yaşanan makroekonomik belirsizlikler düşüşe geçirmiştir.

2.3. Finansallaşmanın Finansal Olmayan İşletmelere Mikro Düzeyli Etkisi

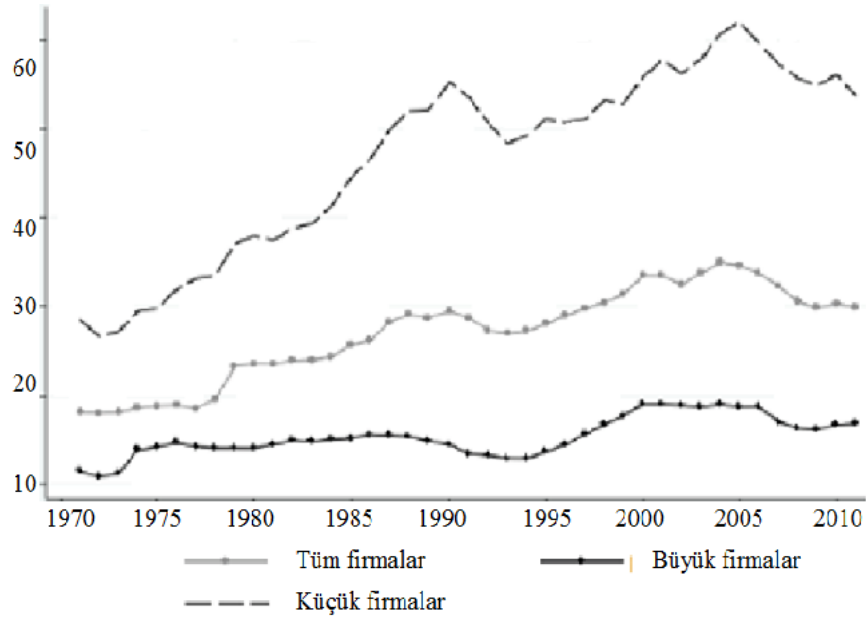
Finansallaşma farklı kanallar aracılığı ile etki alanı oluşturmaktadır. Bu kanallardan biri de kurumsal davranıştır (Şekil 2). Finansal piyasalar şirketlerin vergi avantajları ve yüksek oranda hisse getirileri ile ilgili aktivitelerini finanse etmelerinde borç kullanmalarını tercih etmektedirler. Finansal piyasalar, tercihli hisse senedi satın alımlarını gerektiren hisse senedi opsiyonlarının yönetim ödemelerini de desteklemektedir. Ayrıca yüksek vergili kâr payı ödemelerinden ziyade piyasalar hisse fiyatını yükselten ve daha düşük vergili sermaye kazancı oluşturan hisse geri alımlarında kârı kullanmak için şirketleri tercih etmektedirler (Palley, 2013: 30)



Kaynak: Palley, 2013:30

Şekil 2: Finansallaşma Kanalları

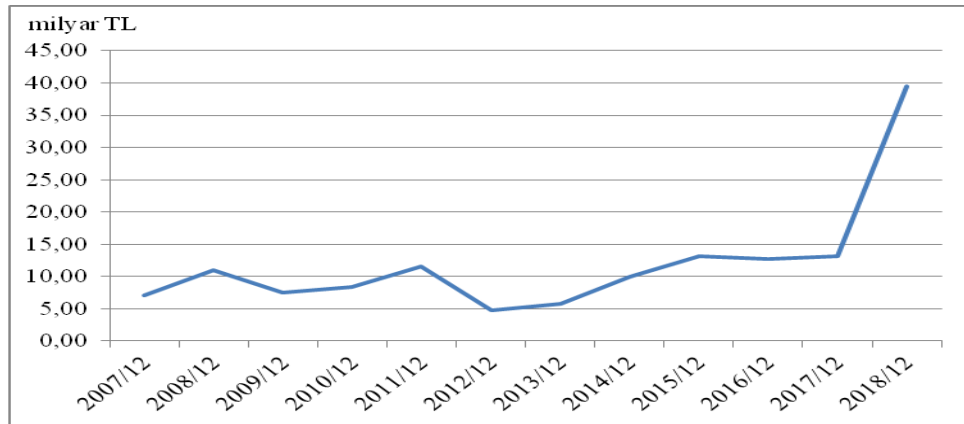
Finansal olmayan işletmelerin finansal varlıklarında büyüme iki noktada yoğunlaşmaktadır; birincisi, kısa dönem likit yatırımlarında; ikincisi, muhtelif finansal varlıklarındadır. Finansallaşmayı finansal olmayan işletmeler çerçevesinde ve firma büyüklükleri seviyesinde inceleyerek işletmelerin yatırım davranışları konusunu analiz eden Davis (2013), borç ve kaynak yapısındaki değişikliklere bakıldığında, kesinlikle firma büyüklük ölçüsüne göre değişiklik gösterdiğini, geri alım işlemlerinin büyük firmalar arasında yoğunlaştığını ve büyük firmalar arasında artan borcun hisse geri alımlarındaki keskin artışa eşlik etmekte olduğunu ifade etmektedir. 1971-2011 yılları arasında finansal varlıkları büyük ve küçük firmalar bazında değerlendiren çalışmada, finansal varlık kompozisyonunun firma büyüklük ölçüsüne göre değiştiği belirtilmektedir. Firma seviyesinde görülen fiyat dalgalanmalarındaki artışın birinci bölümde bahsedilen küreselleşme ve liberalizmin paralelinde gelişen yeni bilgi ve yeni bilgi teknolojileri ile bağlantılı olduğu belirtilmektedir. Satış dalgalanmalarındaki artış (Grafik 9) 1971 ve 2011 arasında neredeyse %100 artmıştır, büyük firmalar arasındaki dalgalanma yaklaşık %50 artmışken küçük firmalar arasındaki dalgalanma çok daha fazla, yaklaşık %100 olmuştur.



Kaynak: Davis, 2013:8

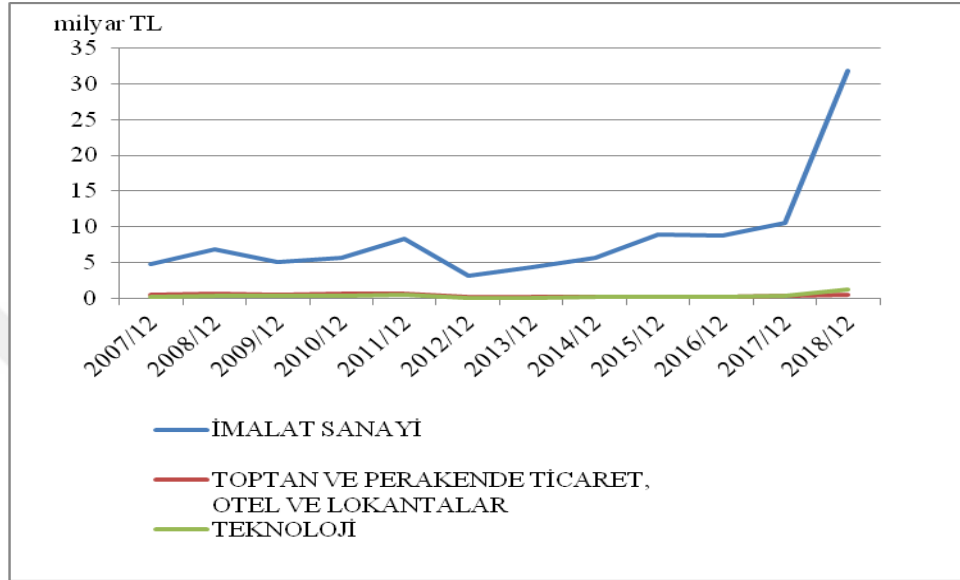
Grafik 9: (ABD) Firma Büyüklükleri Bazında Satış Fiyatları (%)

Finansallaşmanın Türkiye’deki mikro düzeyli etkisini görmek için de en önemli kalemlerden biri olan finansman gelirleri incelenmiştir. Türkiye’deki duruma örneklem olması açısından BIST’e kayıtlı 254 finansal olmayan işletmelerde 2007-2018 yıllarındaki seyrine bakıldığında (Grafik 10) zirvelerin, 2008, 2011, 2013, 2015 ve özellikle 2018 yıllarında olduğu görülmektedir. 2007-2018 yılları arasında Türkiye’de yaşanan makroekonomik durumlar göz önüne alındığında en dikkat çekici yıllar, 2015 ve 2018 yıllarıdır. 2017 yılında 10 milyar TL seviyelerinde olan finansman gelirleri, 2018 yılında 40 milyar TL’ye kadar çıkmıştır. 2018 yılındaki döviz kurlarındaki hareketliliğin bu yükselişteki etkisi kesindir.



Grafik 10: 2007-2018, Finansman Gelirleri (milyar TL)

Sektör bazında bakıldığında (Grafik 11), imalat sanayi sektörü de aynı seyri izlemektedir. Burada imalat sanayi sektörünün tüm sektörler içinde lider sektör olduğu, dolayısıyla tüm sektörlerden firmaların bulunduğu grafiklere yön verdiği görülmektedir.



Grafik 11: 2007-2018, Sektör Bazında Finansman Gelirleri (milyar TL)

Finansal olmayan işletmelerde finansallaşmanın mikro düzeyli etkisini daha ayrıntılı görmek adına aşağıda yönetimdeki değişimler ve mali tablolarındaki hareketlilik olmak üzere iki temel başlık altında konu incelenecektir.

2.3.1. Yönetimdeki Değişimler

Literatürde, finansallaşmanın finansal olmayan işletmelere mikro düzeyli etkisinde yönetimdeki değişimler genel olarak hissedar değeri yaklaşımı ve sermaye birikimi olmak üzere iki başlık altında değerlendirilmektedir.

2.3.1.1. Hissedar Değeri Yaklaşımı

Günümüzde büyük işletmelerin çoğu, yönetimi aile şirketi olmanın ötesine taşıyarak CEO (Baş Yönetici) gibi profesyonel çalışanlarla çalışmaktadırlar. Dolayısıyla da finansal olmayan işletmelerde yöneticiler, hisse sahiplerinin çıkarlarına yönelik olarak kâr paylarını artırmak için finansal piyasalara yönelmişlerdir (Yiğenoğlu, 2016: 517).

Finansal piyasaların gelişimi ve finansallaşma çağındaki uygulamalar, finansal olmayan işletmeler üzerinde daha büyük borca neden olursa faiz ödemeleri de artacaktır. Stok seçeneklerine dayalı yönetsel telafilerin yüzdesindeki artış büyük çapta hisse geri alımlarını üstlenerek, yüksek kâr payı ödeyerek kısa dönemde finansal olmayan işletmelerin yöneticilerinin stok fiyatlarını yüksek tutma niyetlerini artırmıştır. Benzer şekilde yükselen stok fiyatlarını talep eden şirket yatırımcılarının artması (bu, tetikleyici bir kötü etki yapmıştır) ödeme oranlarını artırmaları için finansal olmayan işletmelerin yöneticilerinde baskıyı artırmıştır. Bu nedenle finansal olmayan işletmelerin yöneticileri hem kişisel faiz hem de kısa dönemde kâr payı ve hisse geri alımları yoluyla hissedarların beklentilerini karşılamak için motive edilmişlerdir. Dolayısıyla da finansal olmayan işletmelerin amaç fonksiyonları ve sınırları değişmiştir (Orhangazi, 2008: 872).

“Hissedar değeri oluşumu” adı altında yirmi yılda (1980-2000) şirket kaynaklarının dağılımı ve ayrıca “tut ve yatır (*retain and reinvest*)’dan “küçül ve dağıt (*downsize and distribute*)”a yönelik dönüşte şirket üst yöneticileri stratejik bir yönelime şahitlik etmiştir (Lazonick ve O’Sullivan, 2010: 18).

Crotty (2003) piyasada bir hissedar değeri hareketi olduğunu ve dolayısıyla finansal olmayan işletmelerin yöneticileri ile finansal yatırımcılar arasında yeni bir ittifak olduğunu belirtmektedir. Amerika’da 1950’ler boyunca hane halkları şirket stoklarının yaklaşık %90’ına sahiplerdi ve uzun süre boyunca da bunu sürdürme eğiliminde olmuşlardır. Fakat 1960’larda şirket yatırımcılarının stok fiyat hareketlerini etkilemesi ile Amerika’daki bu oran Amerikan kuruluşlarının tüm mal ticaretinin dörtte üçünden sorumlu olmalarıyla 2000 yılında düştü. 90’ların sonuna kadar üst düzey yöneticilerin kendi kişisel çıkarlarının rasyonel takibi en kısa işlemlerde dahi artan stok fiyatlarını korumaya yönelik ne gerekiyorsa yapmalarına yol açmıştır. Dolayısıyla bu durum, durmadan artan raporlanmış kazançlarına yönelik bir amaç olmuştur (Crotty, 2003: 274).

Bir firma yöneticisinin tipik olarak kreditorlerin ve hissedarların çıkar ve amaçlarından farklılık gösteren amaçları vardır. Bu nedenle yöneticilere yatırımcıların çıkarları doğrultusunda firmayı yönetecek amaçlar verilmelidir (Orhangazi, 2008: 869). Literatürde “hissedar değeri” olarak adlandırılan bu yönelimin temeli, firmaların hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmeleridir. Kahveci (2012)’ye göre bu süreçte yöneticilerle hissedarların

çıkarlarının uyumsuz olduğu durumlarda “ele geçirme/devralma” stratejisi uygulanarak işletmeler yeniden yapılandırılmakta ya da bölünerek satılmakta veya çıkarların uyumlu hale getirilmesi amaçlanmaktadır. Çıkarların uyumlu hale getirilmesi doğrultusunda da önceden belirlenen belli bir fiyattan belli bir miktar hisse yöneticilere verilmektedir. Bu durum üst düzey yöneticilerin yani CEO’ların maaşlarında ve prim ödemelerinde aşırı artışa neden olmuştur. Bunun olumsuz sonucu ise firmaların risk iştahlarında oluşan artış ve artış sonucunda firmaların ahlaki ve hukuki yeri olmayan alanlara yönelmeleriyle sonuçlanmıştır.

Hissedar değeri normları büyük firmaların yatırım davranışlarını önemli oranda etkilerken diğer yandan küçük firmaların yüzleştiği fiyat dalgalanmalarındaki artış daha küçük finansal olmayan işletmelerin finansal davranışlarında değişikliğe yol açan önemli bir faktör olmuştur (Davis, 2013: 21).

Sonuç olarak hissedar değeri yaklaşımı üretimi ve piyasa payını artırmayı terk eden ve kâr dağıtımı ve küçülme gibi stratejileri sahiplenmiş yöneticileri ödüllendirmektedir (Devey ve Lin, 2013: 181).

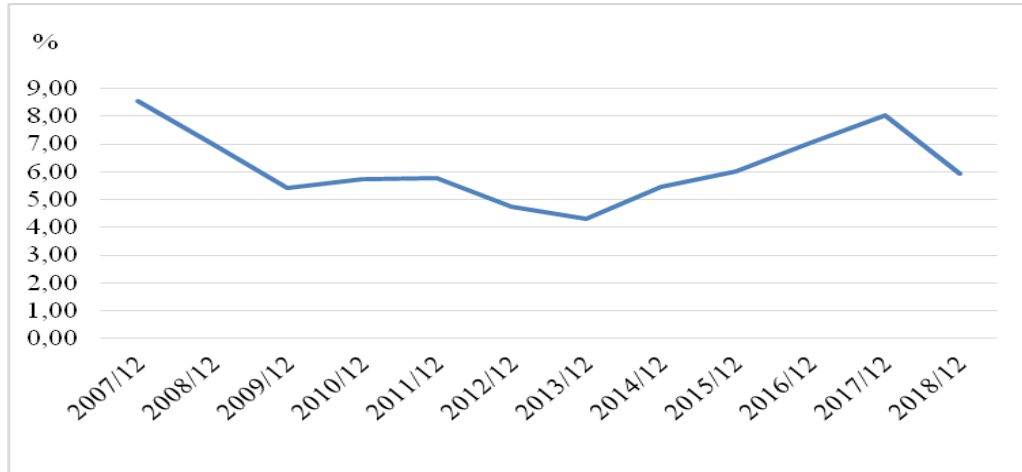
2.3.1.2. Sermaye Birikimi

Sermaye birikimi büyümenin kaynaklarından biridir. Finansallaşmanın etkisi sermaye birikimi olarak gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelerde bir anlamda farklı etkiler doğurmaktadır. Gelişmiş ülkelerde sermaye birikimi, finansallaşmanın derinliğe ulaşmasının sebebi ve sonucu olabilirken Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde reel yatırımlardan uzaklaşılması, kısa vadeli finansal yatırımlara yöneliş olabilmektedir. Yeldan (2009)’a göre, ekonomideki dış borçlanmaya dayalı cari açık, temelde Türkiye’nin yurtdışına yüksek reel faiz getirisi sunmasından kaynaklanmaktadır. Sunulan yüksek faiz getirisi ile ülkeye giren yüksek döviz, döviz kurunu düşürmektedir ve bu da ithalatı artırmaktadır. Dolayısıyla reel sermayenin, yatırımların artması sağlanmamaktadır, tersine gelişmiş ülkelerin reel sermayelerine katkıda bulunmaktadır.

Finansallaşmanın sermaye birikimini nasıl etkilediğine ilişkin literatürde çeşitli çalışmalar yapılmıştır ancak sermaye birikimi üzerine yapılan çalışmalar genellikle makro seviyede kalmıştır. Finansallaşma ve sermaye birikimini sağlayan sabit yatırımlar arasındaki ilişkiyi mikro düzeyde inceleyen Orhangazi (2008) finansallaşma ve sabit yatırımlar arasında negatif bir ilişkinin bulunduğu belirtilmektedir. Dolayısıyla bu da sermaye birikiminin olumsuz etkilenmesi

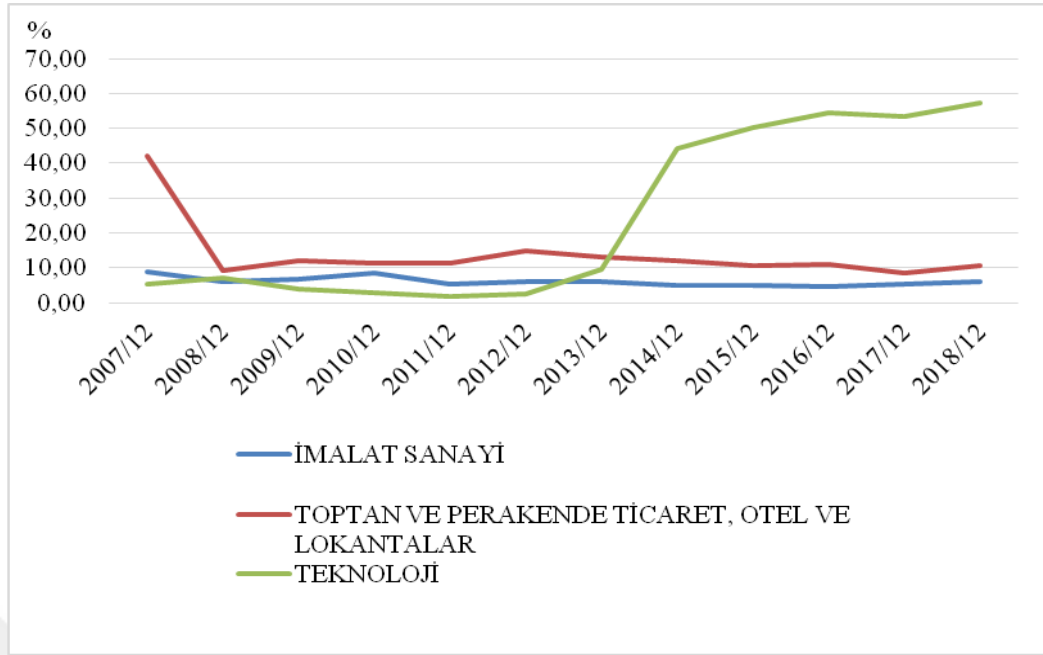
demektir. Ancak bununla birlikte dikkat çekici bir noktaya da değinmektedir. Orhangazi (2008)'e göre finansallaşma ile sabit yatırımlar arasında negatif bir ilişki bulunmakla birlikte hesaba katılması gereken tartışma, eğer reel varlıklardan finansal varlıklara yönelen yatırımlardaki kayma sadece kısa dönemde ise bunun uzun dönemde firmanın fonlarına eklenebilir olması ve potansiyel olarak yatırımlarda pozitif bir uzun dönemli etki yapabilmesidir.

Türkiye için finansal olmayan işletmelerde sermaye birikimi açısından finansal yatırımlara bakmak uygun olacaktır. Aşağıdaki grafikte (Grafik 12) finansal yatırımlara finansallaşmanın önemli bir göstergesi olan türev enstrümanlar da eklenerek maddi duran varlıklara yüzde olarak oranları değerlendirilmiştir. Bu oran işletmelerin maddi duran varlıklara oranla finansal yatırımlara nasıl bir yönelim sergilediklerini göstermektedir. Piyasalar 2008 küresel krizi akabinde 2009 yılında ve 2013 yılında yükselişe geçmiştir. Bu yükselişte Mayıs 2013'de FED'in açıklamaları etkili olmuştur. Finansal yatırımlar, 2018'de ise keskin bir düşüşle neticelenmiştir. İniş çıkışlar olsa da işletmelerin maddi duran varlıklara oranla ciddi bir finansal yatırımlara yönelim sergilediği görülmektedir. Ancak sermaye birikimi açısından bu yönelimin kısa vadeli mi uzun vadeli mi olduğunu görmek mümkün değildir.



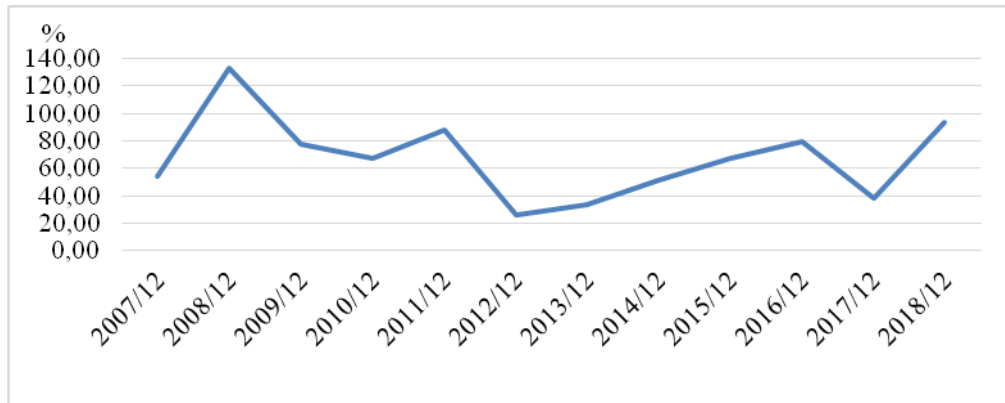
Grafik 12: 2007-2018, Finansal Yatırımlar ve Türev Enstrümanlar/Maddi Duran Varlıklar (%)

Sektörlere bakıldığında (Grafik 13) ise teknoloji sektörünün 2013 itibari ile atak yaptığı göze çarpmaktadır.



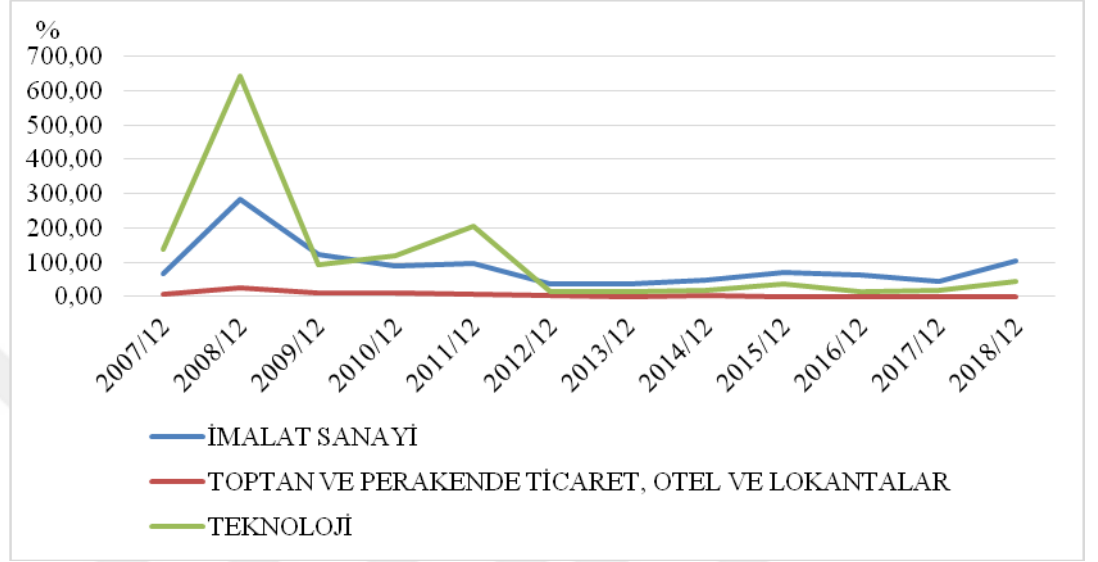
Grafik 13: 2007-2018, Sektör Bazında Finansal Yatırımlar ve Türev Enstrümanları/Maddi Duran Varlıklar (%)

Finansman gelirlerinin net kâr içindeki yüzde payı işletmelerin net kârlarının ne kadarını finansal alandan elde ettiklerini göstermekte olduğundan bu oran daha da önem arz etmektedir. Tüm sektörler itibari ile incelendiğinde net kâr içindeki finansman gelirlerinin yüzde payı (Grafik 14) her zaman ki gibi 2008 ile hızlı bir artış göstermiş, bu yıldan itibaren de inişli çıkışlı bir seyir izlemiştir. 2012 yılına düşüşle girilmesinde, 2011 yılındaki Türkiye ekonomisindeki büyümenin yanı sıra kurlarda yaşanan hareketlilik, enflasyon vb. makroekonomik faktörlerin etkisi vardır. Türkiye’de döviz kurundaki hareketliliğin yoğun olarak yaşandığı 2013 yılı ve 2018 yılı da bizlere finansman gelirlerindeki artış eğilimine ışık tutmaktadır.



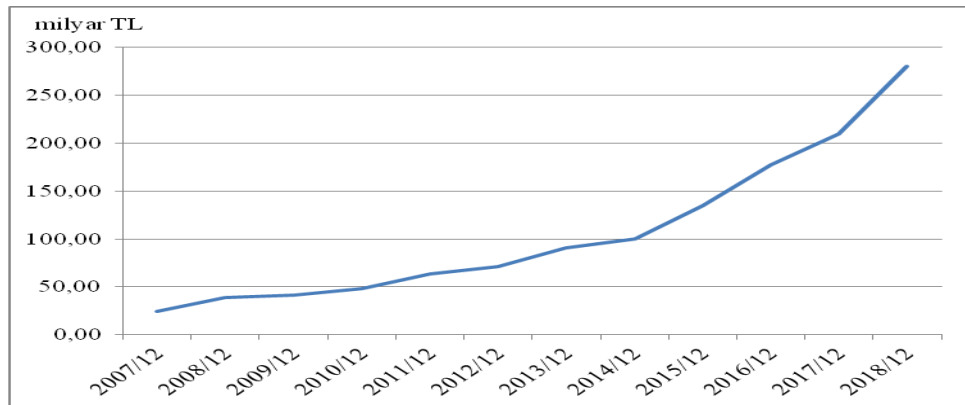
Grafik 14: 2007-2018, Finansman Gelirleri/Net Kâr (%)

Sektör bazında ise (Grafik 15) teknoloji sektörünün 2008 kriz yılında ve 2011’de diğer iki sektörün önüne geçtiği söylenebilir. Dolayısıyla Türkiye’de son on iki yıllık süreçte finansallaşmanın getirdiği faktörlerin net kâr etkilemesi ile sermaye birikiminin de etkilenebileceği görülmektedir.



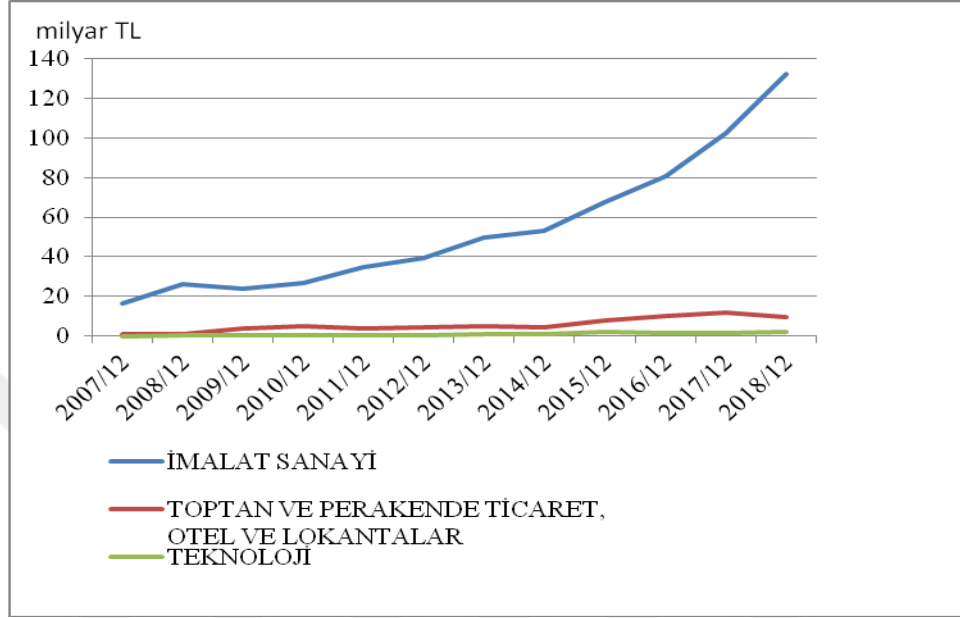
Grafik 15: 2007-2018, Sektör Bazında Finansman Gelirleri/Net Kâr (%)

Diğer bir gösterge finansal olmayan işletmelerin finansal piyasalara yaptıkları ödemelerin miktarıdır. Bu kapsamda finansal borçların seyri önem kazanmaktadır. 2007-2018 yılları arasında finansal olmayan işletmelerin finansal borçlarında (Grafik 16) ciddi artışlar yaşanmıştır. Finansal borçlardaki yükselme işletmelerin finansal piyasalara yöneliminin hızla arttığını gösterirken sermaye birikimi açısından da önemini korumaktadır.



Grafik 16: 2007-2018, Finansal Borçlar (milyar TL)

İşletme sayısı bakımından ilk üçe giren sektörler itibari ile de imalat sanayinin finansal borçlarda (Grafik 17) başı çektiği, ardından diğer iki sektörün geldiği görülmektedir.



Grafik 17: 2007-2018, Sektör Bazlı Finansal Borçlar (milyar TL)

2.3.2. Mali Tablolardaki Hareketlilik

Finansallaşmanın finansal olmayan işletmelerin mali tablolarında oluşturduğu hareketliliğe, portföy konseptinde artış, karlılık, faiz ödemeleri, temettü ödemeleri, hisse geri alımları, dış borçlar ve sermaye harcamaları olarak değinilecektir.

2.3.2.1. Portföy Konseptinde Artış

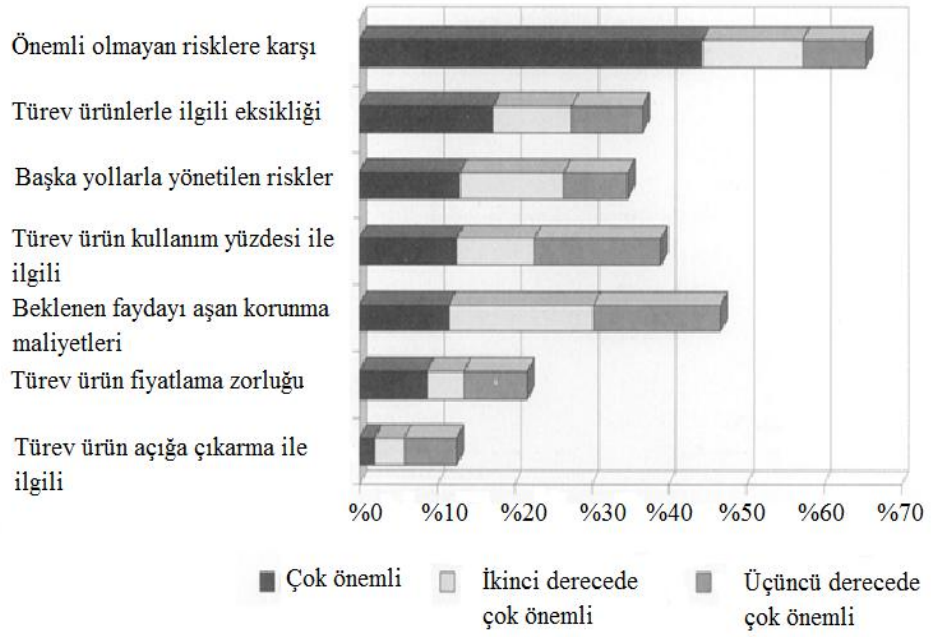
Finansallaşmanın etkisi ile 1970'lerden itibaren finansal olmayan işletmelerin portföylerinde de değişiklikler görülmüştür. 1970'lerde özellikle de 80'ler ve 90'lardaki finansal piyasalardaki yükselme nedeni ile finansal olmayan işletmelerin yöneticileri karşı karşıya kaldıkları riskleri azaltmaya yönelmişlerdir. Finansal yenilenme süreci, yöneticilerin riski daha iyi yönetmelerine yardımcı olan yeni varlıklar üretilmesi noktasına gelmiştir. Finansal piyasalarda finansal olmayan işletmelerin portföy konseptlerinde artış yaşanmaya başlanmıştır (Crotty, 2003: 273).

Finansal olmayan işletmelerde portföy çeşitliliğinin yaşanmasının temelinde kur riski, faiz riski, mal ve hisse risklerinden kaçınmak, korunmak olduğunu

söylemek mümkündür. İşletmeler bu risklerden korunmak için *forwards*, *futures*, *swaps*, yapılandırılmış ürünler gibi türev ürünler olarak adlandırılan ürünlere portföylerinde yer vermeye başlamışlardır.

Avrupa'daki konuyla ilgili literatür boşluğunu doldurmak için Belçika'daki finansal olmayan işletmelerde risk yönetimi kapsamında türev ürünleri inceleyen De Ceuster vd., (2000) tarafından firmaların neden koruma amaçlı işlem yaptıkları, hangi finansal risklere yöneldikleri, türev ürünlerin nasıl yaygın kullanımının olduğu, hangi ürünlerin hangi amaçlarla kullanıldığı gibi sorulara tanımlayıcı kanıt sunmak adına yapılan çalışmada, ankete katılanlar arasında türev ürünlerin marjinal olarak ticari amaçlar için kullanıldığının açık olduğu görülmüştür. Kârı tutma ve fon maliyetlerini azaltma da çok önemli riskten korunma amaçlı işlemler için gerekçe olarak sunulmuştur. Analizde türev işlemlerin büyük oranda kur riski ve faiz riski nedenleri ile kullanıldığı, kullanım sıklığı olarak bakıldığında *forward* işlemlerinin en sık kullanılan türev işlemler olduğu, akabinde *swap* işlemlerinin geldiği görülmüştür. Korunma amaçlı işlemlerin strateji mi taktik mi olduğu gözlemlendiğinde büyük çoğunluğunun ise taktik olarak işlem gördüğü sonucuna varılmıştır.

Amerikan finansal olmayan işletmeler tarafından türev ürünlerin kullanımını araştıran M. Bodnar vd., (1996) türev ürünleri kullanmayan finansal olmayan işletmelerde bunun sebeplerine ilişkin aşağıdaki grafikteki durumu ortaya koymuşlardır. Türev ürünlerin ağırlıklı olarak mal ve imalat sektöründeki büyük firmalar tarafından kullanıldığını belirten çalışmada, türev ürünleri kullanmayan finansal olmayan işletmelerin (Grafik 18) yaklaşık %45'inin, türev ürün kullanımına maruz bırakan yukarıda bahsedilen durumlarla karşılaşmamalarından ötürü türev ürünleri kullanmadıkları görülmektedir. İşletmeler maruz kaldıkları pozisyonları da ihracat pazarı ya da çeşitli yapısal düzenlemelerle aşmaktadırlar.



Kaynak: M. Bodnar vd., 1996:127

Grafik 18: FOİ'lerde (Finansal Olmayan İşletmeler) Türev Ürün Kullanmama Nedenleri (ABD)

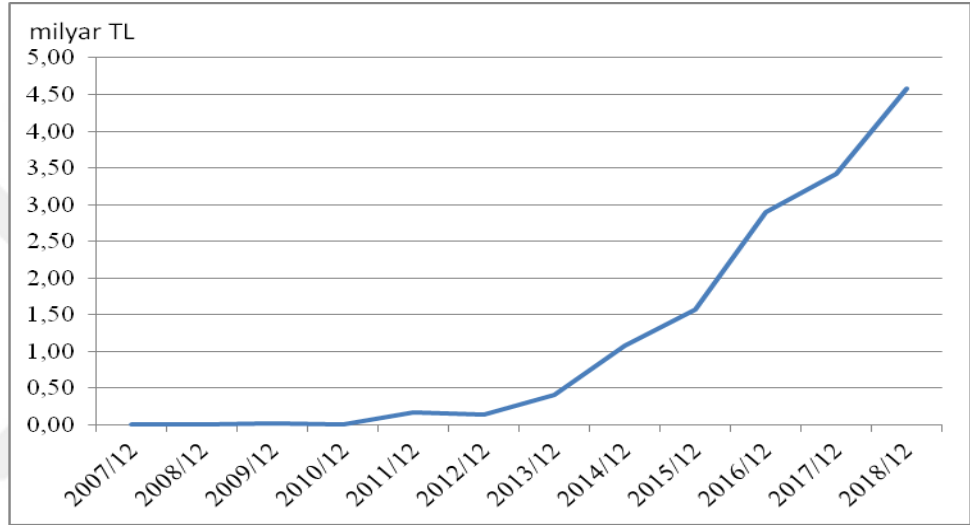
Türkiye’de türev ürünlerin hepsi aynı zamanda kullanılmaya başlanmamıştır. Türev ürünlerin yasal dayanağı, 1 Mayıs 1984’te TCMB’nın *forward* işlemlerine verdiği izne dayanmaktadır. Zamanla diğer kalemlere de izin verilmiştir. 1990’lı yıllardan itibaren ise yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 166).

Finansal şirketlerin dışarıda bırakıldığı, Borsa İstanbul’a kayıtlı 225 endüstri ve hizmet sektöründeki işletmeler için (118 firma anketi cevaplamamıştır) sermaye piyasasında Mart 2005’te oluşturulan bir ankete dayanmakta olan Yılmaz ve Kurun (2007) tarafından yapılan çalışmada, şirketlerin risk farkındalıkları ve türev ürünleri kullanma yüzdeleri değerlendirilmiştir. Çalışmaya göre finansal olmayan işletmelerin dış ticaret işlemlerinde önemli bir yeri vardır. Şirketlerin çoğu kur riskine öncelik verirken ardından emtia fiyat riski gelmektedir ve faiz oranı riskine çok önem verilmemektedir. Ayrıca firma büyüklüğü ve türev ürün kullanımı arasında yakın bir ilişkinin olduğu, büyük firmaların daha çok türev ürünleri kullandığı görülmüştür.

Yılmaz ve Aslan (2016) tarafından yapılan benzer bir çalışmada BIST-100 (Borsa İstanbul) Endeksi’nde kayıtlı finansal sektör dışındaki şirketlerin finansal araçlardan kaynaklanan risklere karşı ne tür türev ürün kullandıkları ve kullanım seviyeleri araştırılmıştır. Yapılan araştırma sonucuna göre, şirketlerin 2013 yılında

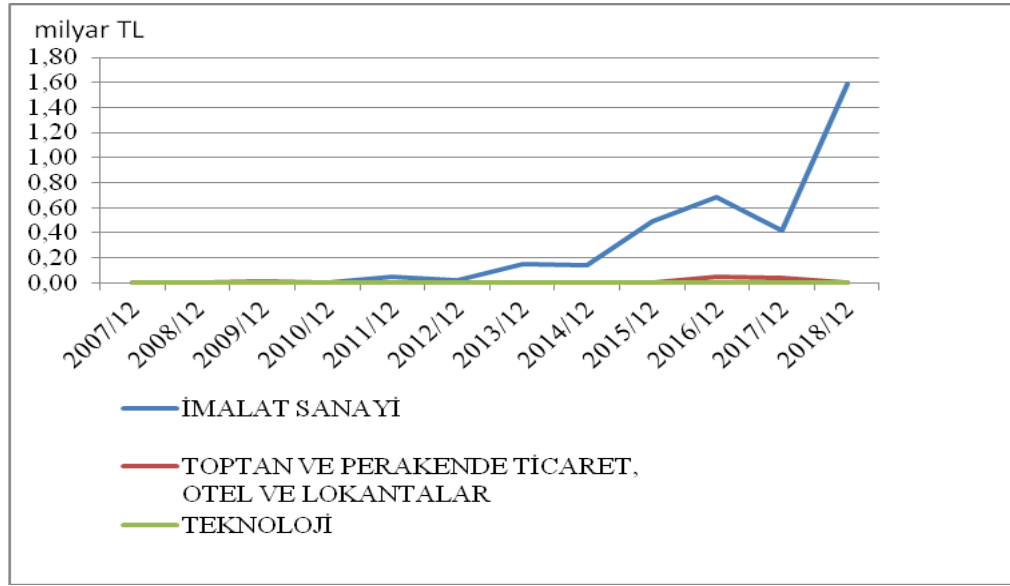
%36'sı, 2014 yılında %45'i finansal risklere karşı türev ürün kullandıkları belirtilmektedir. Türev ürünleri kullanım seviyelerine bakıldığında ise şirketlerin faiz riskine karşı en fazla swap sözleşmelerini, kur riskine karşı ise vadeli alım satış sözleşmelerini (*forward, future*) daha fazla kullandıkları tespit edilmiştir. Diğer fiyat risklerine karşı ise opsiyon sözleşmeleri daha fazla tercih edilmiştir.

Türkiye'de BIST'e kayıtlı 254 finansal olmayan işletme için türev enstrümanların seyrine bakıldığında (Grafik 19) 2012 yılından itibaren hızlı bir ivme kazandığı görülmektedir.



Grafik 19: 2007-2018, Kısa ve Uzun Vadeli Türev Enstrümanlar (milyar TL)

Sektör olarak bakıldığında da (Grafik 20) üç sektör içinde en fazla imalat sanayi sektörü tarafından tercih edildikleri görülmektedir. Tercihlerdeki yükselişin yukarıda incelenen diğer grafiklerde de olduğu üzere genellikle makroekonomik faktörlerin etkisinin yoğun olduğu 2011, 2013, 2016 ve 2018 yıllarında olduğu görülmektedir. Bu da bizlere finansal olmayan işletmelerin makroekonomik belirsizliğin daha yoğun olarak yaşandığı bu yıllarda türev enstrümanlara yöneldiklerini göstermektedir. 2008 küresel krizinin etkisi ise bu grafiklerde görülememektedir.

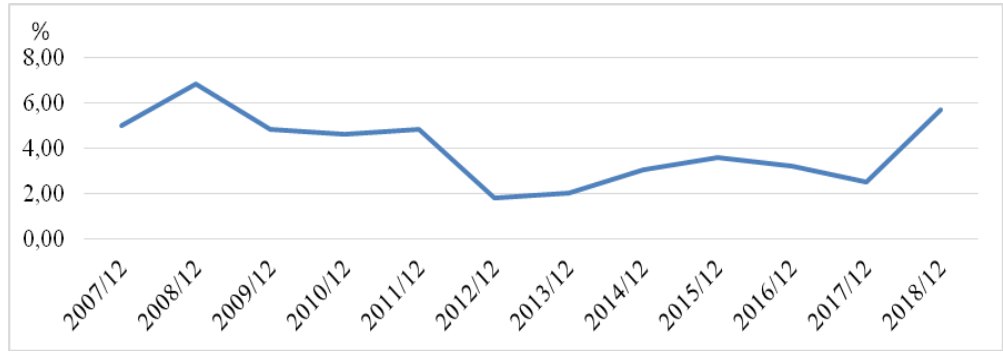


Grafik 20: 2007-2018, Sektör Bazında Türev Enstrümanlar (milyar TL)

2.3.2.2. Kârlılık

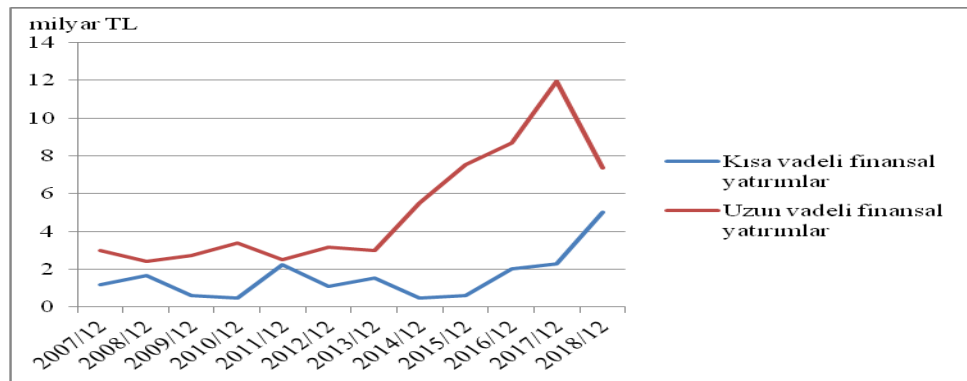
Şirketlerin temel amaçları kârlılık ve büyümedir. Finansal olmayan işletmeler finansallaşmanın etkisi ile yukarıda bahsedilen makro etkenler, hissedar değeri yaklaşımı ve portföy konseptlerindeki çeşitliliklerden faydalanarak finansal kârlılıklarını artırmaktadırlar. Firmalar ellerindeki fonları türev işlemler, arbitraj işlemleri, repo gibi yollarla değerlendirmektedirler. Ancak bu değerlendirmeler her zaman olumlu kârlarla sonuçlanmamasına rağmen reel sektöre ait kârlılık içindeki finansal kârlılık payının giderek artmakta olduğunu söylemek mümkündür. Türkiye’de en üst 500 üretim firmasının toplam kârlarındaki finansal gelirin ortalama oranı, 1982 ve 1989 arasında %23 civarından 1990 ve 2002 arasında %112 civarına artmıştır, 2001’de ise %541 ile zirvesini yapmıştır (Demir, 2009: 316).

Türkiye’de firmaların kârlılıklarının içinde finansman gelirleri önemli bir kalem olmuştur. Finansallaşmanın kendini kârlılıkta da gösterdiği düşünüldüğünde, kârlılığın belirlenmesinde satışlara oranla finansman gelirlerinin önemli bir rol oynadığı görülmektedir (Grafik 21). 2008’de % 7’lere, 2011’de % 5’lere ve 2018’de % 6’lara yaklaşan oranlar firmaların makroekonomik belirsizliklerin olduğu dönemlerde satışlara yüzde oranla finansal işlemlere ağırlık verdiği görülmektedir.



Grafik 21: 2007-2018, Finansman Gelirleri/Net Satışlar (%)

Finansman gelirleri ile orantılı olarak kısa vadeli ve uzun vadeli finansal yatırımlara da bakmak doğru olacaktır. Çünkü literatürde kârlılık nedeni ile finansal olmayan işletmelerin ellerindeki fonları kısa vadeli yatırımlara aktarmakta olduğuna, esas faaliyetleri olan uzun vadeli sabit yatırımlardan uzaklaşmakta olduklarına yönelik tartışmalar bulunmaktadır. Bu nedenle öncelikle kısa ve uzun vadeli finansal yatırımlara 2007-2018 yılları itibari ile seyrine (Grafik 22) bakıldığında uzun vadeli finansal yatırımların beklenildiği üzere tutar olarak daha yüksek seyrettiği görülürken kısa vadeli finansal yatırımlarda ise dikkat çekici noktanın sürekli bir iniş çıkış halinde olduğunu söylemek mümkündür. Grafikteki dalgalanmalar ile finansal olmayan işletmelerin krizlere, makroekonomik dalgalanmalara ya da kârlılık gibi faktörlere göre finansal yatırımlara yönediklerini söylemek mümkündür. 2008, 2011, 2013, 2016 ve 2018 yılları kriz, döviz kurlarında hareketlilik, döviz ve kredi borçlarının yükseldiği gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'deki olgunlaşmamış piyasanın kısa ve uzun vadeli finansal yatırımlardaki rolünü gözler önüne sermektedir.



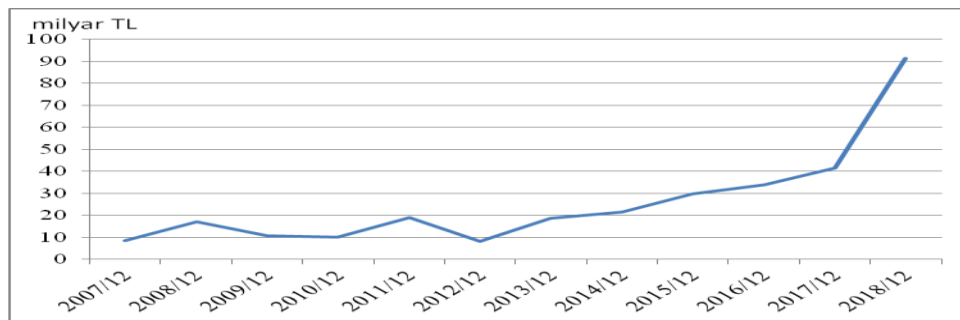
Grafik 22: 2007-2018, Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar (milyar TL)

2.3.2.3. Faiz Ödemeleri

Finansallaşma ile birlikte dış borç kaynaklarına başvuran işletmelerde faiz ödemelerinin artacağı öngörülmekle birlikte döviz riski, emtia fiyat riski gibi çeşitli risklerin yönetimi kapsamında işletmelerin faiz ödemelerinin artabileceği de olasıdır.

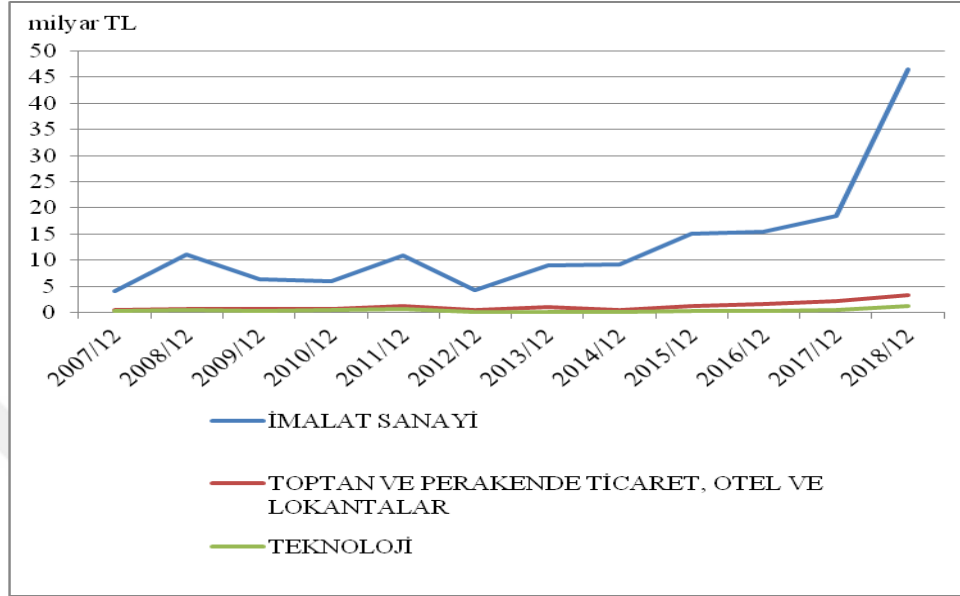
Ticari alacakların yönetimi finansal olmayan işletmeler arasında finansal bir fonksiyondur. Fakat ticari alacaklar, artık özellikle finansal işletmelere dış kaynak oluşturmaktadır. Örneğin A firması B firmasından makine satın alır. A firması ödemeyi hemen yapmak yerine kredili olarak anlaşma yapar ve dolayısıyla da faiz ödemesini kabul eder. Geçmiş yıllarda ticari alacaklar finansal olmayan işletmeler arasında çok sık uygulanmakta idi. Ancak son yıllarda finansal olmayan işletmeler bu alacakları, borçları toplayarak riskleri yönetmede uzmanlaşan finansal kuruluşlara satmaktadırlar. Örnekte de B firması alacak hakkını bir finansal şirkete devretmektedir. Bu gelişme finansal olmayan işletmelerde faiz ödemelerini alamayacağı için portföy gelirlerinde aşağı yönlü bir beklenti oluşturmaktadır. Ancak finansallaşmanın bir diğer finansal işletmeler boyutunda yukarı yönlü bir beklenti oluşturduğu da görülmektedir (Krippner, 2005: 190).

Firmalar için faiz ödemeleri finansman giderlerinde önemli bir kalemdir. Dolayısıyla BIST'e kayıtlı imalat işletmeleri ile ilgili verilerden finansman giderlerine bakıldığında aşağıdaki Grafik 23 oluşmaktadır. 2008 küresel kriz ve 2011 yılındaki piyasalardaki dalgalanmalardan etkilendiği öngörülebilir finansman giderlerindeki yükselmenin ardından 2013 yılı ile birlikte finansman giderlerinde düzenli bir artış yaşanmaya başlamıştır. 2017 yılında ise tavan yaptığı söylenebilir. 12 Eylül 2017'de Dolar kuru 3,4026 iken 23 Kasım 2017'de 3,9665'i görmüştür. 2018 yılında da yükselişi devam ettiren kur, Ağustos ayında 6,8920 ile zirve yapmıştır.



Grafik 23: 2007-2018, Finansman Giderleri (milyar TL)

Sektörlere bakıldığında (Grafik 24) imalat sanayi sektörünün sektöre yön verdiği görülmektedir. Diğer sektörlerde finansman giderleri düşük ve durağan ilerlemektedir.



Grafik 24: 2007-2018, Sektör Bazında Finansman Giderleri (milyar TL)

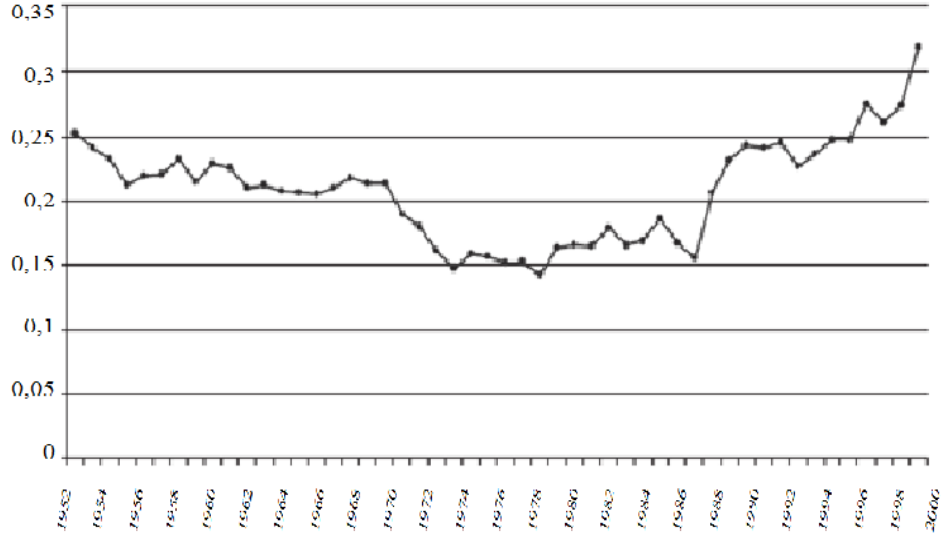
2.3.2.4. Temettü Ödemeleri

Temettü kavramı anonim şirketlerle ilgili bir kavramdır ve sermaye paylarını temsil eden hisse senetlerinin şirketin dağıtılabilir kârlarında aldıkları payı temsil etmektedir.

Yatırımcıların hisse senedine yönelme eğilimleri ya hisse senetleri için elde edecekleri temettü gelirleri ya da mevcut hisse senetlerini gelecekte daha yüksek bir fiyattan satmak istemelerinden kaynaklıdır. Firmalar ise hissedarlarını temettü ile ödüllendirmekte ve yeni ihraç edecekleri hisse senetlerini almaları için dışarıdaki yatırımcılara cesaret vermektedirler. Ancak bazen firmalar yatırım fırsatlarını kaçırmamak için temettü ödemesi yapmayabilirler (Kaplanoğlu, 2005: 21-22).

Finansallaşma açısından incelendiğinde, yukarıda bahsedilen hissedar değeri yaklaşımının etkisi ile finansal olmayan işletmelerde temettü ödemelerinin yükseldiğine ilişkin verilere rastlanmaktadır. Aşağıdaki Grafik 25’de, 1952 ile 2000 arasında Amerika’daki finansal olmayan işletmelerin nakit akışının yüzdesi olarak temettü dağılımı gösterilmektedir. 1952 ile 2000 yılları arasındaki temettü

ödemelerini gösteren grafikte 1990'ların ikinci yarısından itibaren temettü ödemelerinde hızlı bir artış olduğu görülmektedir.



Kaynak: Crotty, 2003: 277

Grafik 25:1952-2000, Temettü Ödemeleri, ABD

Kripner (2005)'e göre ise büyük firmalar son yıllarda alt parçalara dağılmaktadır ve ana firma dağılan parçanın büyük oranla (%50'nin üstünde) hisse tutarını elinde tutmaktadır. Dolayısıyla da bu finansal olmayan işletmelerin finansal piyasalara yöneliminden kaynaklı büyümeden ziyade şirketlerin yeni organize şekillerinin yansıması olmaktadır.

2.3.2.5. Hisse Geri Alımları

Amerika'daki şirketlerin yıllardır hisse geri alımları konusunda izinli olmalarına rağmen 1980'lerin ortalarına kadar geniş çapta geri alımlar olmamıştır. Artan geri alım seviyesi temettü ödemelerinin oranında azalmayla tezatlığını göstermektedir. Hisse geri alımlarında birinci faktör düzenleyici çevre unsuru, ikinci faktör ekonomi olmuştur. Artan geri alımların üçüncü sebebi ise özellikle 1990'larda bir firmadaki yönetici değil tüm çalışanlarını tatmin etmek adına hisse senedi opsiyonlarının kullanımı olmuştur (Baker vd., 2003: 484).

Türkiye'de işletmelerin hisse geri alımları 2009 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun almış olduğu kararla sınırlı sayıdaki büyük işletmelere tanınan hakla gerçekleşmiştir. 14 Ocak 2011 tarihi itibariyle kabul edilen Yeni Türk Ticaret

Kanunu ile de BIST'e kayıtlı şirketlerin hisse geri alımlarında daha esnek ve liberal bir yapı oluşturulmuştur.

Ergin'e (2011) göre, işletmelerin hisse senedi geri satın almak için çeşitli nedenleri vardır. Bunlar;

- Ortakların vergi yükünün azalması olarak bilinen vergisel güdülenme,
- Hissenin gerçek değerinin piyasada düşük kaldığı şeklindeki sinyalin etkisi,
- Serbest nakit akışlarının temsil maliyetleri yani temsil maliyetlerinde azalma ve ayrıca piyasaya verilen işletmede nakit bulunduğu ile ilişkin olumlu imaj,
- Fırsatların değerlendirilerek sermayenin sermaye piyasalarına etkin dağılımının yapılması,
- Sermaye yapısını değiştirmek amaçlı sermaye yapısı düzeltmeleri,
- Hisse senedi opsiyonlarının nakit akışına fon sağlama amaçlarıdır.

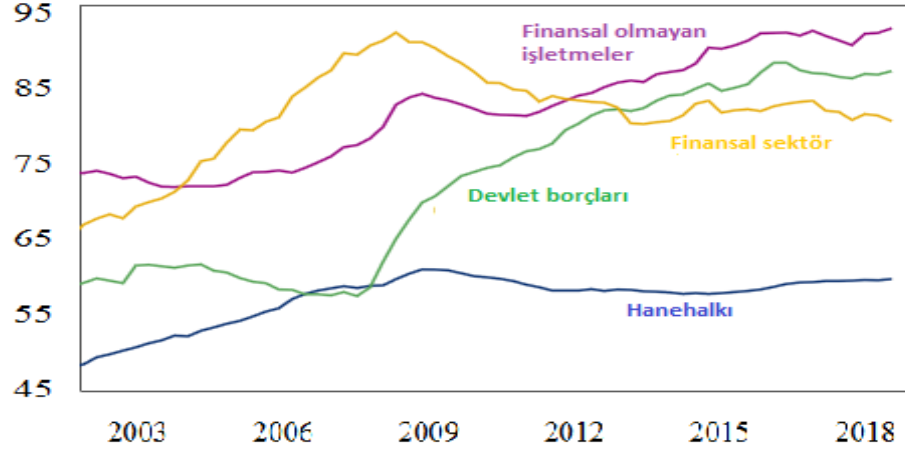
2.3.2.6. Dış borçlar

İşletmeler banka kredileri ve özel sektör tahvil senet ve bonoları gibi borçlanma yöntemleri ile borçlanmalara giderek kendilerine fon kaynağı oluşturmak istemektedirler. Bu borçlanmalara giderken küreselleşme ve liberalizmle paralel gelişme gösteren finansallaşmanın etkisi ile bazen yurt içinden bazen de yurt dışından borçlanma yöntemlerine başvurumaktadırlar.

Günümüzde bankacılık sektörünün borçları denetim altında tutulduğu görülürken finansal olmayan işletmelerin borçlanmalarına ilişkin bir denetim mekanizması bulunmamaktadır. Dolayısıyla işletmeler, kurun ucuz olduğu dönemlerde aşırı risk almaktadır, bu da dış borçlarını artırmaktadır (Yeldan, 2009:26). Yüksek faiz oranlarının varlığı hem reel sektör hem de finansal sektör firmalarının niçin kısa dönemli finansal varlıklara özellikle devlet borçlanma senetlerine yatırımı tercih ettiklerinin sebeplerinden biri olarak görülmektedir. Türkiye'de açık olarak görünen bu durum düşük faiz oranından yurtdışından kısa vadede döviz kurundan borçlanmanın ve sonra hükümete borç vermenin bir sonucu olarak reel ve finansal sektör firmalarının bilançolarında ciddi kur ve vade uyumsuzluğuna da yol açmaktadır (Demir, 2009: 316).

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF)'nin 15 Haziran 2019 yılında yayınlanan verilerine göre, finans dışı sektörün borçlarının gayri safi milli hasılaya oranla payı 2008 yılından 2018 yılına %27 trilyon dolardan %72 trilyon dolara ulaşmıştır (Grafik 26) Yine IIF'nin 15 Haziran 2019 verilerine göre gelişmekte olan ülkeler içinde

Türkiye için borcun GSYİH içindeki payı 2017'nin 3. çeyreğinde %67,2 iken 2018'in 3. çeyreğinde %75,3 olmuştur. Bu da finansal olmayan işletmelerde borçlanmanın ne kadar yüksek olduğunu göstermektedir.



Kaynak: IIF, 15 Haziran 2019 (IIF, BIS (Uluslararası Ödemeler Bankası), IMF)

Grafik 26: Sektörlerle Küresel Borç/GSYİH (2018 3. Çeyreği İtibariyle GSYİH'nın Yüzdesi)

Finansal olmayan işletmeler ucuz döviz bulmak için yurtdışından borçlanmaya gitmişlerdir. Tablo 3'de Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın Türkiye Net Dış Borç Stoku verilerine bakıldığında dış borç stoğu içindeki finans dışı kesimlerin payı görülmektedir.

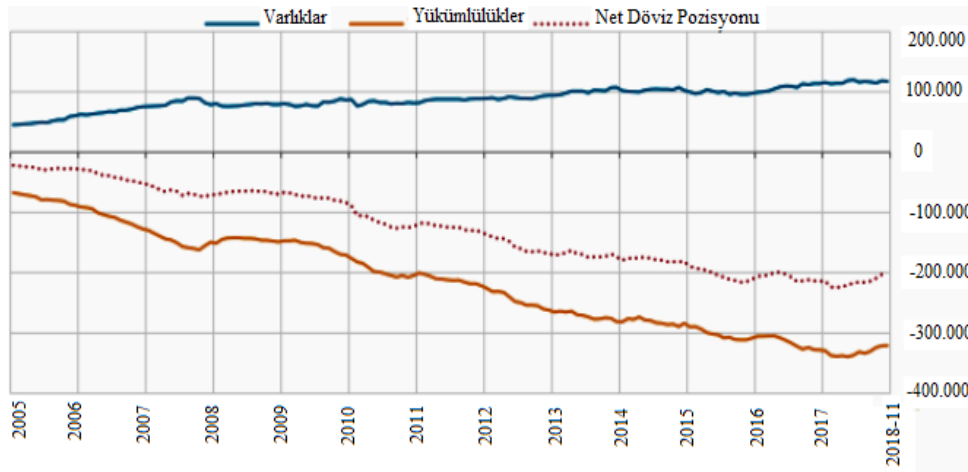
Tablo 3: Türkiye Net Dış Borç Stoku

(Milyon ABD Doları)	TÜRKİYE BRÜT DIŞ BORÇ STOKU	TCMB DIŞ BORÇ STOKU (-)	BANKACILIK KESİMİ DIŞ BORÇ STOKU (-)	BANKACILIK SEKTÖRÜ HARIÇ DIŞ BORÇ STOKU (I)	PARASAL SEKTÖR NET DIŞ VARLIKLARI (II)	TÜRKİYE NET DIŞ BORÇ STOKU (I-II)	TÜRKİYE NET DIŞ BORÇ STOKU / GSYH (%) (*)
2009	268.873	13.162	54.492	201.219	54.723	146.496	22,6
2010	291.782	11.565	81.374	198.843	26.041	172.802	22,4
2011	305.416	9.334	91.717	204.366	21.676	182.689	22,0
2012	342.290	7.088	118.599	216.604	26.301	190.302	21,8
2013	392.809	5.234	157.686	229.889	-323	230.211	24,2
2014	405.883	2.484	174.657	228.743	-16.529	245.272	26,2
2015	400.292	1.327	167.083	231.882	-21.252	253.135	29,4
2016	409.729	1.110	164.861	243.758	-10.748	254.506	29,5
2017	455.545	1.761	182.543	271.241	-19.836	291.077	34,2
2018	444.878	5.922	163.861	275.094	-5.242	280.336	35,8

Kaynak: <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri> (18.02.2019)

(*)Son dört çeyrekteki dolar cinsinden GSYH verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

Aşağıdaki Net Döviz Pozisyonu- Varlık ve Yükümlülükler (Milyon ABD Doları) grafiğinde (Grafik 27) döviz pozisyonlarına ve yükümlülüklere bakıldığında ise 2005-2018 yılları arasındaki negatif yönlü düşüş seyri göze çarpmaktadır.

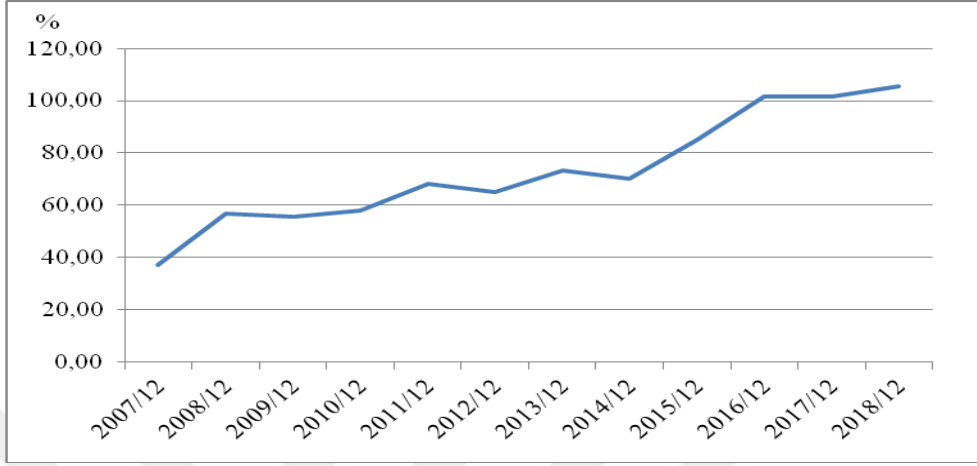


Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr>

Grafik 27: Net Döviz Pozisyonu, Varlıklar, Yükümlülükler

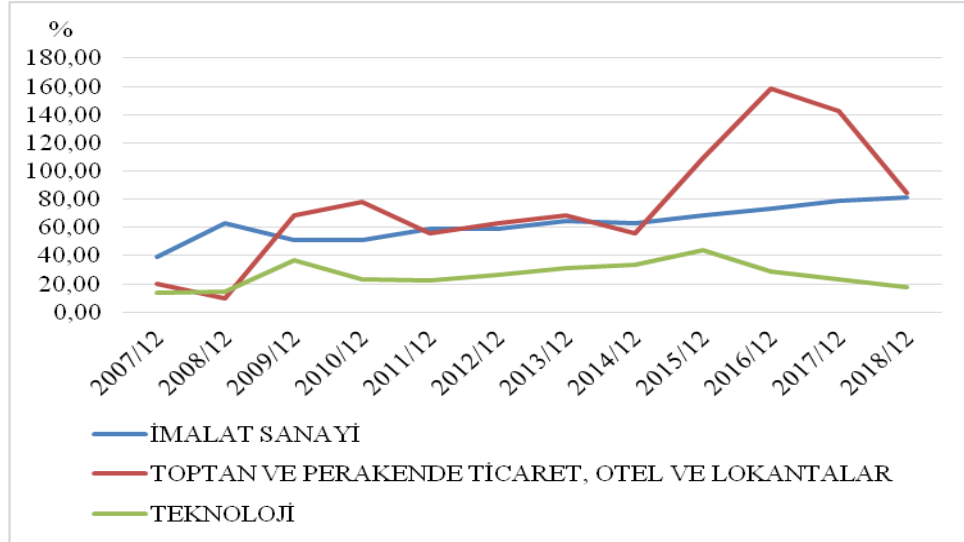
Grafik 28'de Türkiye'de BIST'e kayıtlı 254 finansal olmayan işletmenin finansal borç/özsermaye oranının (%) 2008, 2011 ve 2016 yıllarında kırılma

gösterdiği ancak artan bir eğilimle işletmelerin finansal borçlanma yollarına giderek rağbet ettikleri görülmektedir. Bu da yukarıdaki grafikteki yükümlülüklerin gösterdiği seyri doğrular niteliktedir.



Grafik 28: 2007-2018, Finansal Borçlar/Özsermaye (%)

İşletme sayısı bakımından ilk üçe giren sektörler bazında da (Grafik 29) en fazla kırlmaların toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe olduğu, imalat sanayi sektöründe düzenli bir artış olduğu görülmektedir.



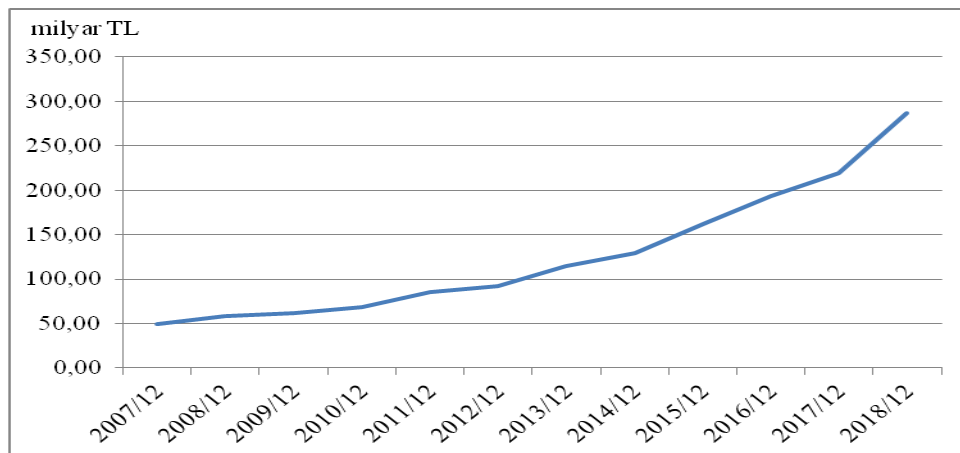
Grafik 29: 2007-2018, Sektör Bazında Finansal Borçlar/Özsermaye (%)

2.3.2.7. Sermaye Harcamaları

Finansal olmayan işletmelerde kârlılık arttığı zaman şirket kârlarının bir payı olarak yatırımlar, kârlılığa oranla artmamaktadır hatta bazı ölçümlerde düşmektedir (Milberg, 2008: 435). Sabit yatırımların azalması ise sermaye harcamalarının azaldığının göstergesidir.

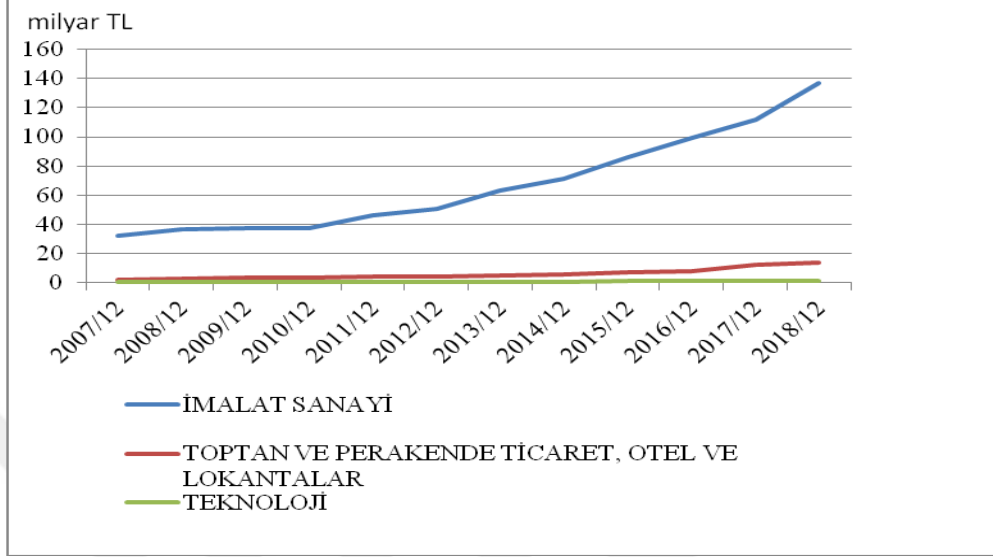
Arjantin, Meksika ve Türkiye’de reel sektörün finansallaşması üzerine çalışma yapan Demir (2009) yaptığı çalışmada, her üç ülkede de finansal varlıklar lehine artan getiri oranının özel sektör endüstri firmalarının sabit yatırımları azalttığına yönelik hipotezinde olumlu sonuçlar almıştır. Dolayısıyla bu durum finansal olmayan işletmelerin finansal yatırımlara yatırım yaparken sabit sermaye harcamalarını azalttığını göstermektedir. Ayrıca her üç ülkede de toplam varlıklar içinde finansal varlıkların payı ile finansal varlıklar lehine getiri oranı arasında da anlamlı bir negatif ilişkinin olduğu görülmektedir. Dahası bu ülkelerde aynı getiri oranının finansal yatırımlar üzerinde ekonomik etkisinin sabit yatırımlardan beş ila on kez daha güçlü olduğu belirtilmektedir.

Türkiye’de BIST’e kayıtlı 254 finansal olmayan işletmenin maddi duran varlıkları makro ve mikro değişkenlerden bağımsız olarak değerlendirildiğinde 2007-2018 yıllarında küçük düşmelere rağmen artış içinde olmuştur (Grafik 30). Türkiye’de 2013 yılı makroekonomik değişimlerin yaşandığı, kurların yükseldiği yıl olmuştur. Maddi duran varlıkların artışı sermaye harcaması açısından olumlu görünmesine rağmen finansal yatırımların reel yatırımları etkilemediğine ilişkin tek başına bir yargıya varılamamaktadır.



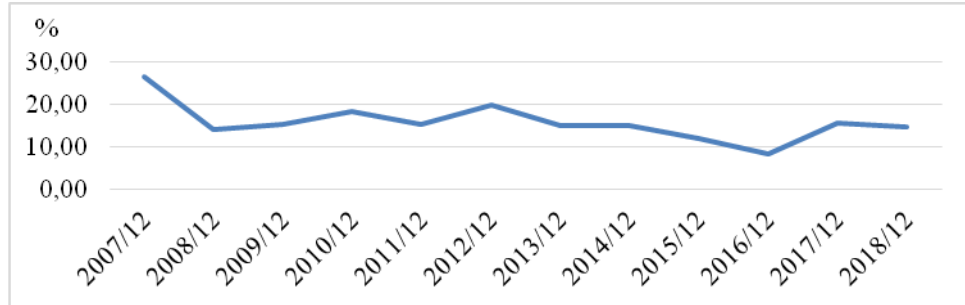
Grafik 30: 2007-2018, Maddi Duran Varlıklar (milyar TL)

Üç sektör içerisinde de imalat sanayi başı çekmektedir (Grafik 31). Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörünün ise 2013’de ivmelenmeye başladığı göze çarpmaktadır.



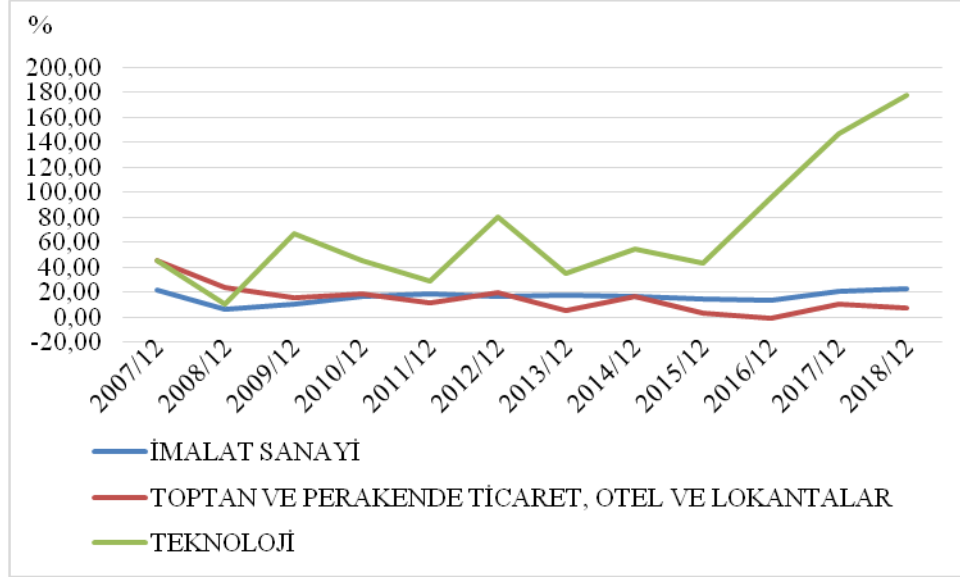
Grafik 31: 2007-2018, Sektör Bazında Maddi Duran Varlıklar (milyar TL)

Yalnızca duran varlıklara bakıldığında görülen artış eğilimi Grafik 32’de net kâra yüzde oranla maddi duran varlıkların her zaman artmadığını göstermektedir.



Grafik 32: 2007-2018, Net Kâr/Maddi Duran Varlıklar (%)

Sektör bazında da maddi duran varlıkların çok etkin olmadığı teknoloji sektöründe dalgalanmalardaki hareketlilik göze çarpmakta iken imalat sanayi sektöründe sakin bir seyir olduğu görülmektedir (Grafik 33).



Grafik 33: 2007-2018, Sektörel Bazda Net Kâr/Maddi Duran Varlıklar (%)

Sermaye harcamasının nasıl etkilendiğine ilişkin bir değerlendirmede bulunabilmek için bu grafiklerle birlikte Grafik 14'ün de değerlendirilmesi gerekmektedir. Ancak bu grafiklere topluca bakıldığında sermaye harcamasında son on iki yıllık dönemde bazı yıllarda artış olmasına rağmen finansallaşma ile sermaye harcamasına yönelik negatif ya da pozitif bir eğilimi söylemek mümkün olmamaktadır.

Sonuç olarak finansallaşma yalnızca banka gibi finansal kurumlarla sınırlı kalmamış finansal olmayan işletmeler de bu alanda karlı fırsat arayışında olmuşlardır. Bu arayış finansal olmayan işletmeleri öncelikle yönetim anlayışında akabinde mali tablolarında değişikliğe götürmüştür denilebilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL OLMAYAN İŞLETMELERDE FİNANSALLAŞMA ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ

3.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, finansallaşmanın finansal olmayan işletmelere etkisini mali tablolaradaki veriler aracılığı ile araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda da finansallaşmanın reel yatırımları, sermaye harcamasını nasıl etkilediği incelenmek istenmiştir.

Analizin çıkış noktası Orhangazi (2008)'in ABD'deki finansal olmayan işletmeler üzerinden yaptığı araştırması olmuştur. Orhangazi (2008), finansallaşmanın reel yatırımları nasıl etkilediğine yönelik analizinde firmaları büyük, orta ve küçük olarak sınıflandırarak test etmiştir. Yapılan bu çalışmada reel yatırımlar ile finansallaşma arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Orhangazi (2008)'in çalışmasından yola çıkılarak bu çalışmada Türkiye'deki finansal olmayan işletmelerin, 2009-2018 zaman periyodu içerisinde sermaye harcamaları ve finansallaşma arasındaki ilişkilerinin analizi amaçlanmaktadır.

3.2. Literatür

Finansallaşmanın makro alanda etkilerine yönelik literatürde pek çok çalışma bulunmasına rağmen mikro kapsamda finansal olmayan işletmelerde finansallaşmanın değerlendirilmesi açısından sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bazıları şunlardır:

Makroekonomik koşulların finansallaşma ile ilişkisini Meksika, Arjantin ve Türkiye'deki firmalar üzerinden 1990-2003 yıllarını kapsayan ekonometrik bir çalışma ile analiz eden Demir (2009), reel sektörün finansallaşmasını, finansal piyasalardaki artan geri dönüş oranı, makroekonomik belirsizlikler ve riskin reel sektörde finansal yatırımları artırması ve kârlılığa etkisini GMM analizi ile araştırmıştır.

Orhangazi (2008), reel yatırımlarla finansallaşma arasındaki ilişkiyi, ABD'deki Standart Endüstriyel Sınıflandırma'ya (*Standart Industry Classification-SIC*) kayıtlı firmalar üzerinden GMM (Generalized Method of Moments) analizi ile incelemiştir.

Analizinde 1973 ve 2003 yılları arasını baz almıştır. Yapılan çalışma sonucuna göre reel yatırımlarla finansallaşma arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.

Tellalbaş ve Kaya (2013), Orhangazi (2008)'in çalışmasından yola çıkarak finansallaşma ve sermaye birikimi arasındaki ilişkiyi, 2005-2010 zaman periyodunda Türkiye'de Borsa İstanbul Sınai Endeksinde işlem gören 132 şirket üzerinden GMM analizi ile araştırmıştır. Analiz sonucu, artan kârlılık seviyelerinin ve şirketlerin borçluluğunun, reel sektörün sabit yatırımlarının büyümesine olumlu katkıda bulunduğunu göstermiştir. Ancak, finansal kârlar ve yatırımlar arasındaki ilişkinin negatif olduğu bulunmuştur. Bu noktada, finansal gelir ve kârların ve finansal harcama ve ödemelerdeki artışın reel kesim yatırımlarını olumsuz yönde etkilediği ve sermaye birikimine zarar verdiği belirtilmiştir.

Alvarez (2015), Fransız şirketlerinin finansallaşması ile finansal olmayan sektördeki fonksiyonel gelir dağılımı arasındaki ilişki kapsamında ücret (firmada çalışana verilen ücret) üzerinde finansal gelirin etkisini, 2004-2013 yılları kapsamında panel veri analizi ile araştırmıştır. Yazar, hipotezinin finansal kanallar yoluyla elde edilen karlara artan bağımlılığın finansal olmayan işletmelerde emeğin toplam gelirdeki payını azaltmada olası olduğunu ifade etmektedir. Sonuç olarak da Fransız finansal olmayan işletmeler üzerinde yaptığı çalışmadaki analizde de hipotezini destekleyici sonuçlar çıkmıştır.

Akkemik ve Özen (2014) finansal olmayan firmaların finansallaşmasında makroekonomik ve kurumsal belirleyicilerin etkisini, 1990-2002 aralığı için Türkiye'deki firmalar üzerinden GMM testi ile araştırmıştır. Analiz sonucuna göre, makroekonomik faktörlerin firmaların finansallaşma davranışlarını etkilediğini, ancak Türkiye'de devlet örgütlü iş sisteminin (devletle yakın bağların olması, firmaların mülkiyet yapısı, yönetsel gücün takdir yetkisi ve sendikalaşma gibi) kurumsal özelliklerinin finansallaşma üzerinde bir etkisinin olmadığını belirtmektedirler.

Kaplan vd., (2006), Türkiye'deki finansal olmayan işletmelerin finansal varlıkları elde tutma yöntemleri ve belirleyicilerinin neler olduğunu GMM analizi ile araştırdığı araştırmasında, 1990-2004 zaman aralığında çeşitli makro değişkenler ve mikro değişkenler kullanmıştır. Sonuçlar, finansal varlıkların sadece likidite şoklarına karşı finansal bir tampon olarak değil aynı zamanda makroekonomik belirsizlikler altında yüksek geri dönüş oranları nedeniyle reel yatırımların yerini

alan spekülâtif portföy seçimi olarak görüldüğüne yönelik tartışmayı destekleyici doğrultuda çıkmıştır.

Devey ve Lin (2013), Amerika'daki en büyük 500 finansal olmayan işletmede finansallaşmayı oluşturdıkları grafiklerle incelemiştir. Devey ve Lin (2013)'e göre finansal olmayan işlerde finansal bağıllığın artması, hissedar faaliyeti ve kurumsal kontrol için pazarın büyümesi, yönetim yönelimlerini uzun vadeli hedeflerden kısa vadeli kârlılık hedeflerine kaydırmıştır.

Crotty (2003) ise 1950-2000 zaman aralığında ABD'deki finansal olmayan firmalardaki durumu oluşturduğu grafiklerle incelemiştir. Crotty (2003), neoliberal küreselleşmenin, büyük finansal olmayan işletmelerin başarılı uzun vadeli performansları ve onların bağı olduğu ekonomiler için gerekli olan üretim ve finansal piyasaların her ikisinde de koşullara zarar verdiği sonucuna varmıştır.

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Araştırma yöntemi olarak kullanılan panel veri analizi, genelleştirilmiş momentler tahmincisi (GMM), Arellano ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi, Wald testi, Sargan testi ve otokorelasyon testi aşağıda başlıklar halinde açıklanmıştır.

3.3.1. Panel Veri Analizi

Panel veri zaman ve birim boyutu olarak iki boyutu da kapsadığından tek boyutlu verilere göre daha avantajlıdır. Serbestlik derecesinde artış imkanı sunmakta ve gözlemlerin fazla olması da tahminlerin daha güvenilir olmasını sağlamaktadır. Panel veri ayrıca dışlanmış değişkenlerin modelde yer almasından dolayı kesit veri ve zaman serisine kıyasla daha kapsamlı modellerin kurulmasına imkân tanımaktadır ve böylece daha fazla bilgi elde edilebilmektedir. Panel verinin olumsuz yönü olarak ise veri toplamının zorluğu gösterilmektedir (Arı ve Özcan, 2011: 108).

Panel veri analizi statik süreçlere uygulanabildiği gibi dinamik süreçler için de uygulanabilmektedir. Dinamik panel veri analizi panel verilere dayalı olarak yapılan analiz yöntemleri arasında yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biridir. Dinamik panel veri modelleri statik panel veri modellerinden farklı olarak içerisinde gecikmeli değişken veya değişkenler bulunduran modeller olarak dikkat çekmektedir (Tatoğlu, 2018: 113).

3.3.2. Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)

Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) dinamik panel yöntemlerinden biridir. Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi genellikle İki Aşamalı Araç Değişkenler Tahmincisi olarak bilinmektedir. Fark GMM olarak da bilinen bu yaklaşım, spesifik etki bileşenlerini gidermek için modeli değişkenlerin birinci farkları çerçevesinde değerlendirmekte ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerini “araç değişken” olarak kullanmaktadır (Soto, 2009: 2). Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen “Fark GMM” yönteminin ardından Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından Sistem-GMM yöntemi geliştirilmiştir.

3.3.2.1. Arellano ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi

Dinamik panel veri modeli aşağıdaki gibi modellenir.

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x'_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (2)$$

(1) numaralı denklemde;

$t=1, \dots, T$ 'ye kadar zaman dönemidir.

i = yatay kesitleri ve değişkenlerin ait olduğu araştırılan ilişkilerin geçerli olduğu kütledir ($i=1, \dots, N$).

Sabit terim içermeyen x'_{it} 'de K tane değişken vardır.

α_i t zaman boyunca sabit olarak alınan ve i her bir yatay kesite ait etkileri göstermektedir.

Panel veri analizinde hata teriminin yapısına göre tek yönlü ve çift yönlü modeller oluşturulabilmektedir. Tek yönlü hatalara dayalı ortak bileşen yaklaşımında (*one-way error component model*) yatay kesit etkiler veya zaman etkilerinden sadece biri görülebilir. Dolayısıyla (2) numaralı denklemde μ_i , gözlenemeyen yatay kesit (bireysel) etkilere ait olan parametreleri, v_{it} ise söz konusu etkiler dışındaki kısmı göstermektedir (Egeli ve Egeli 2007:105).

Anderson ve Hsiao (1981) μ_i birim etkileri modelden dışlamak için ilk fark dönüşümlerini kullanmayı önermişlerdir. Ancak ilk fark dönüşümleri de tutarlı tahminler vermediğinden hata terimi ile ilgili açıklayıcı değişken yerine araç değişkenleri kullanmayı önermişlerdir. Bu tahmin yöntemi araç değişken sayısının azlığı nedeni ile tutarlı ama etkin değildir. Arellano ve Bond (1991) daha çok araç değişken kullanmışlar ve daha tahmin tahmin sonuçları elde etmişlerdir. Bunu

bağımlı değişkenin tüm olası gecikmeli değerlerini içeren momentleri kullanarak yapmışlardır (Zeren ve Ergun, 2010: 77).

Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen panel GMM yönteminde tüm geçerli değişkenlerin dinamik panel veri modellerinde araç değişken olarak kullanılması önerilerek hem ortogonalite kısıtlamalarını sağlamak için olası tüm araç değişkenlerin kullanımına izin verilmekte hem de kovaryans matrisinin parametrik olmayan bir tahmincisi kullanılmış olmaktadır (Tellalbaş, 2011: 154).

Dinamik panel veri modellerinde kullanılan çeşitli testler vardır. Bu testler, Wald testi, birim etkilerin testi, içsellik testi, araçların geçerliliği testi (Sargan testi) ve otokorelasyon testleridir. Çalışmada Wald testi, araçların geçerliliği testi (Sargan Testi) ve otokorelasyon testi kullanılmıştır ve kullanılan bu testler aşağıda kısaca açıklanmıştır.

3.3.3. Wald Testi

Wald testinde temel hipotez $H_0; h(\Theta)=0$ şeklindedir. Kısıtlamaların geçerli olduğunu ifade etmektedir (Yaz, 2014: 5). Modelin bütün olarak anlamlı olup olmadığını değerlendirmek için kullanılan bir testtir.

3.3.4. Araçların Geçerliliği İçin Sargan Testi

Genelleştirilmiş momentler tahmininde araçların geçerliliğini ölçmek için Arellano ve Bond (1991) Sargan testini önermişlerdir. Bu test ile araç değişkenler için aşırı tanımlama kısıtlamalarının olup olmadığı test edilmektedir (Tatoğlu, 2018: 148). Test sonucunda aşırı tanımlama kısıtlamaları yoksa değişkenlerin içsel olduğu belirtilmektedir.

3.3.5. Otokorelasyon Testi

Bu test ile modelde otokorelasyonun varlığı test edilmektedir. Genelleştirilmiş momentler tahmincisinin etkin olması için ikinci mertebeden otokorelasyonun olmaması gerekmektedir (Tatoğlu, 2018: 149). Testi değerlendirmek için AR(1) ve AR(2) değerleri incelenmektedir.

3.4. Model, Veri Seti ve Değişkenler

Çalışmada kullanılan model dinamik panel veri modellerinin tahmin yöntemlerinden Birinci Farklar Tahmincisi'nden Arellano ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi modelidir.

Sermaye harcamasının bağımlı değişken olduğu Sistem GMM modeli aşağıdaki gibidir:

$$(SH_{i,t}/MDV_{i,t-1}) = \alpha_0 + \alpha_1(FVÖK/MDV)_{i,t-1} + \alpha_2(SATIŞ/MDV)_{i,t-1} + \alpha_3(UVB/MDV)_{i,t-1} + \alpha_4(FGİD/MDV)_{i,t-1} + \alpha_5(FGEL/MDV)_{i,t-1} + \alpha_6(TÜREV/MDV)_{i,t-1} + \varepsilon \quad (3)$$

α_0 : sabit terim

$\alpha_1 \dots \alpha_6$: parametreler

i: 1,2,3,,,,,N (firma sayısı)

t: 1,2,3,,,,,T (yıllar)

ε : rassal hata terimi

“SH” yatırımı ifade eden sermaye harcamasını, “MDV” toplam maddi duran varlıkları, “FVÖK” faiz, vergi öncesi kârı, “SATIŞ” satışları, “UVB” uzun vadeli borçları, “FGİD” finansman giderlerini, “FGEL” finansman gelirlerini, “TÜREV” türev ürünleri (enstrümanları) ifade etmektedir.

Modelde bağımlı değişken olarak sermaye harcamasını (SM) temsil eden firmaların nakit akış tablolarından alınan “maddi ve maddi olmayan varlık alımından kaynaklanan nakit çıkışı” kalemi kullanılmıştır. Diğer FVÖK, SATIŞ, UVB, FGİD, FGEL ve TÜREV değişkenleri bağımsız değişkenler olarak modelde yer almaktadır. Modelde, TÜREV bağımsız değişkeni olarak bilançodaki türev araçlar kalemi, UVB bağımsız değişkeni olarak bilançodaki uzun vadeli borçlar kalemi, FVÖK, SATIŞ, FGİD VE FGEL bağımsız değişkenleri için ise sırasıyla gelir tablosundaki faiz, vergi öncesi kâr, satışlar, finansman giderleri ve finansman gelirleri kalemleri kullanılmıştır. Tüm değişkenler maddi duran varlıklara (MDV) oranlanmıştır. Bunun nedeni; firmaların reel yatırımlara yöneldiklerinde maddi duran varlıklarını artırma yoluna gitmeleri ve maddi duran varlıkların teminat olarak verilmesinin işletmelerde sermaye yapısını belirleyen önemli bir kalem olduğunu göstermesidir.

Kullanılan veri seti, BIST’e kayıtlı imalat sanayi sektörüne ait 155 firma ve her firmaya ait 2009-2018 periyoduna ait 10 yatay kesit gözleminden oluşan bir panel veri setidir. Ancak bazı firmaların bazı yıllara ait verileri bulunmadığı için dengesiz panel veri setidir.

i: 1,2,3,,,,,155, N = 155 (firma sayısı)

t:1,2,3,,,,,10, T = 10 (2009-2018 dönem sayısı)

Çalışmada kullanılan BIST’e kayıtlı imalat sanayi sektöründeki 155 firmaya ait mali tablo verilerine erişimde Kamu Aydınlatma Platformu’nun internet sitesinden (www.kap.org.tr) ve Finnet veri tabanından yararlanılmış ve STATA 15 programı kullanılarak dinamik panel veri analizi yapılmıştır. İmalat sanayi sektörünün seçilmesindeki etken işletme sayısındaki fazlalıktır. Analizde öncelikle imalat sanayi sektöründeki firmalar alt sektör ayrımı yapılmadan analize tabi tutulmuştur. Daha sonrasında alt sektörler olarak incelenmiştir. İmalat sanayi sektörünün alt sektörlerinden “kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler”, “taş ve toprağa dayalı”, “içki, gıda ve tütün”, “dokuma, giyim eşyası ve deri” alt sektörleri ayrı ayrı ele alınırken “metal eşya, makine araç ve gereç yapım” ve “metal ana sanayi” alt sektörleri birlikte alınmıştır. Geriye kalan alt sektörler, “kağıt ve kağıt ürünleri”, “basım ve yayın orman ürünleri ve mobilya”, “diğer imalat sanayi”, “diğer” başlığı altında birlikte teste tabi tutulmuştur.

Orhangazi (2008) ve Tellalbaş (2011) tarafından yapılan GMM analizlerindeki gibi burada da finansallaşma değişkenlerinin yatırım üzerinde negatif bir etkisinin olması beklenmektedir ve modelde kullanılan değişkenler ve açıklamaları aşağıda verilmiştir.

3.4.1. Faiz, Vergi Öncesi Kâr

Faiz, vergi öncesi kâr finansal olmayan işletmelerde finansal işlemlerin etkisini gösterdiği gibi bu kalemin yüksek olması firmaların finansal işlemlere olan eğilimini de göstermesi açısından önemlidir. Orhangazi (2008)’e göre, Neoklasik yaklaşımda beklenen kârlılık yatırımlar için önemli bir belirleyici faktördür. Beklenen kârlılık firmalar için temel unsur olan arz ve talep dengesine bağlı olacaktır. Ancak makroekonomik belirsizliklerin olduğu piyasada firmalar yatırım kararlarını alırken belirsizliklerle yüz yüze geleceklerdir. Dolayısıyla yatırım kararlarında geçmiş kârlılıkları belirleyici olacaktır. Ayrıca firmalar harici fon yerine dahili fonlarını kullanmak istediklerinde geçmiş kârlılıkları yatırımları etkileyecektir. Dolayısıyla firmalar için kârlılığın önemli bir amaç olduğu düşünüldüğünde yatırım kararı alma gibi firma davranışları da normal şartlar altında kârlılık düzeylerine göre belirlenecektir. Faiz, vergi öncesi kârdaki artış firmaların reel yatırımlarını artırırken finansal kanallara yönelimin de olma ihtimali olacaktır. Ancak harici fon yerine

dahili fonları kullanan işletmelerin dışarıdan borçlanmaya gitme olasılıkları düşecektir. Orhangazi (2008)'nin analizinde özellikle büyük firmalarda kârlılığın pozitif etkisi ve istatistiksel olarak anlamlılığı daha yüksek çıkmıştır. Literatürdeki çalışmalarda olduğu gibi burada da faiz, vergi öncesi kâr ile pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki beklenmektedir.

3.4.2. Satışlar

Firmaların temel amacı kâr elde etmektir. Kâr elde etmek için de öncelikle satışların artırılması gerekmektedir. Satışların artması ile birim maliyetler düşmekte ve hem kârlılık artmakta hem de yatırımlar olumlu etkilenmektedir. Literatürdeki çalışmalarda satışlarla yatırımlar arasında pozitif bir ilişki vardır.

Finansallaşma döneminde satışların arttığı ve kâr oranlarının düştüğü gözlemlenmektedir. Tellalbaş (2011)'e göre monopol piyasasında faaliyet gösteren bir firma, rakiplerin artmasıyla istemeden de olsa kendini rekabet piyasasında bulmaktadır. Finansallaşmanın da olduğu bu piyasada talebin canlı tutulması ve satışların artırılması istenmektedir. Rekabetin artması sonucunda piyasada faaliyet gösteren firmalar satış hasılatını artırmak amacıyla kârlarını korumak istemektedirler. Serbest rekabetin olduğu piyasalarda satışlardaki düşme kârlarının düşmesine neden olurken yatırımları da olumsuz etkilemektedir. Firmalar da bu kârlılığı çeşitli finansal yollarda aramaya başlamaktadırlar. Bu ise firmaların fon arayışından ziyade düşen kârlılıklarını kısa dönemde finansal piyasalardan finansallaşma ile artırmaya yönelik eğilimlerini göstermektedir. Çalışmada değişken olarak satışlar/maddi duran varlıklar oranı alınmıştır ve sermaye harcaması ile pozitif bir ilişki beklenmektedir.

3.4.3. Uzun Vadeli Borçlar

Literatürde finansallaşmanın belirlenmesine yönelik çalışmalarda uzun vadeli borçların sermaye harcamasına oranı yatırım modellerinde sıklıkla kullanılmaktadır. Çünkü bu oran firmaların finansal kırılganlıklarını göstermektedir ve yatırım davranışlarında negatif etkisi bulunmaktadır.

Firmaların piyasaların durumu ve firma büyüklükleri doğrultusunda üstlenebileceği belli bir borç seviyesi vardır. Bu seviye güvenli borç seviyesidir. Güvenli borç seviyesi aşırsa finansal kırılganlıklar başlamaktadır. Modelde kullanılan UVB/MDV oranı da bu kırılganlıkları ölçmektedir. UVB/MDV oranı ne kadar yükselirse yöneticilerin firmanın kontrolünü kaybetme riski de o kadar

yükselmektedir. Bu oranın yüksek çıkması, finansal kırılganlığın artarak yüksek borçların yatırımları sınırlayıcı etkisi olduğunu ifade etmektedir. Bu nedenle modelde de UVB/MDV oranı kullanılmaktadır ve sermaye harcaması ile negatif bir ilişkisi beklenmektedir.

3.4.4. Finansman Giderleri

Finansman giderleri firmaların finansal ödemelerinin bir göstergesidir. Firmaların finansal ödemeleri artırma ihtiyacı firmaların kısa dönemde dikkatli olmaları gerektiğini göstermektedir. Finansal ödeme zorunluluklarının sonucundaki başarısızlık firma bağımsızlığının kaybı, stok seçeneklerinde değer düşüşünün yaşanması ve firmanın büyük bir tehditle karşılaşması demektir. Diğer yandan yüksek finansal ödemeler firmanın piyasadaki kredibilitesinin göstergesidir. Bu da firmanın hissedarlarının likit tercihlerini de karşılayarak piyasalara hızlı bir giriş yapabilmesi demektir. Orhangazi (2008) ve Tellalbaş ve Kaya (2013)'nın çalışmalarına göre finansal ödemeler yatırımlar üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Buradaki modelde de finansman giderleri oranının (FGİD/MDV) yatırımları negatif etkilemesi beklenmektedir.

3.4.5. Finansman Gelirleri

Finansman gelirleri finansallaşma açısından kârlılıkta önemli bir kalemdir. Türkiye'de en üst 500 üretim firmasının toplam kârlarındaki finansal gelirin ortalama oranının 1982 ve 1989 arasında %23 civarından 1990 ve 2002 arasında %112 civarına arttığını, 2001'de ise %541 ile zirvesini yaptığını belirten Demir (2009), ABD'de finansal olmayan işletmeler üzerinden finansal işletmelerin kâr oranlarının 1950 ve 1960'ların başlarında %15 iken 2001'de %50'lere çıktığını belirtmektedir. Finansallaşma ile finansman gelirleri kapsamında yalnızca finansal sektör değil reel sektör de etkilenmektedir. Dolayısıyla finansallaşma ile finansman gelirleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu söylenebilir. Sermaye harcaması ile arasındaki ilişki ise bu gelirlerin reel yatırımlarda kullanılmasına bağlı olarak pozitif ya da negatif yönlü olabilmektedir. Orhangazi (2008) tarafından yapılan analizde büyük firmalar için daha yüksek katsayılar ve negatif bir ilişki görülürken, küçük firmalarda pozitif bir ilişki görülmüştür. Bu sonuç, küçük firmaların finansman gelirlerini gelecekteki reel yatırımlarda kullandıklarını göstermektedir. Fakat küçük firmalar büyük firmalar kadar finansal yatırımlarda bulunmamaktadırlar. Tellalbaş ve Kaya (2013)'nın

analizinde de değişkenler arasında negatif ve anlamlı ilişki görölmüştür. Dolayısıyla çalışmada finansman gelirleri/maddi duran varlıklar oranı değişken olarak alınmış ve negatif etki beklenmektedir.

3.4.6. Türev Ürünler

Türev ürünler finansallaşmanın bir göstergesi olan portföy konseptindeki artışın bir simgesi olmuştur. Amerikan finansal olmayan işletmeler tarafından türev ürünlerin kullanımını araştıran M. Bodnar vd., (1996) yaptıkları anket sonuçlarında türev ürünlerin kullanım amacının sırasıyla nakit akışını yönetmek, muhasebe kazancını yönetmek, firmanın piyasa değerini yönetmek ve bilanço hesaplarını yönetmek olduğunu ortaya koymuştur. Nakit akışını yönetmek ise firmaların kısa vadede finansallaşmanın imkanlarından faydalanarak fon arayışında olduklarını göstermektedir. Belçika'daki finansal olmayan işletmelerde risk yönetimi kapsamında türev ürünleri inceleyen De Ceuster vd., (2000)'in anket çalışmalarında da kârı tutma ve fon maliyetlerini azaltmada çok önemli riskten korunma amaçlı işlemler için gerekçe olarak sunulmuştur. Literatürde türev ürünlerin finansallaşmanın önemli bir göstergesi olduğuna yönelik oldukça fazla veri bulunmasına rağmen finansallaşmaya yönelik çalışmalarda ekonometrik analizlerde kullanılan değişkenler içerisinde türev ürünlere rastlanmamıştır. Dolayısıyla çalışmada türev ürünler değişkeni kullanılmış ve sermaye harcaması ile de aralarında negatif bir ilişki beklenmektedir.

3.5. Bulgular

Oluşturulan modelde tüm firmaların yer aldığı analiz için kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımsal istatistikler Tablo 4'de, çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenleri içeren korelasyon değerleri Tablo 5'de, tahmin sonuçları ise Tablo 6 de sunulmuştur. Tablo 6'da üç tahminci ile elde edilen sonuçlara ait katsayılar ve z değerleri görölmektedir.

Tablo 4: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem sayısı	Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Min.	Maks.
Sermaye Harcaması (SH/MDV)	1550	0.116247	1.938266	-71.00269	1.617604
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)	1550	0.4017272	1.688642	-6.423999	54.06988
Satışlar (SATIŞ/MDV)	1550	4.690896	14.48315	0	456.2427
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)	1550	0.643121	2.968739	.0010747	108.2322
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)	1550	0.3097687	1.572056	0	56.7804
Finansman Gelirleri (FGEL/MDV)	1550	0.1407526	0.4246096	0	9.234291
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)	1550	0.1324557	0.7619299	0	17.13054

Tablo 4’de gösterilen tanımlayıcı istatistikler, veri setindeki 155 firma için 2009-2018 yılları arasını kapsamaktadır. Tabloda görüldüğü üzere toplam gözlem sayısı, aritmetik ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerler gibi özet bilgiler yer almaktadır. Açıklayıcı değişkenler incelendiğinde, en yüksek standart sapmanın satışlarda, en düşük standart sapmanın ise finansman gelirlerinde olduğu görülmektedir. Çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılan sermaye harcaması değeri -71.00 ile 1.61 arasında değişmektedir. Firmaların mali tablolarında bazı yıllara ait verileri 0 (sıfır) olduğu için satışlar, finansman giderleri, finansman gelirleri ve türev ürünler değişkenlerinde minimum değerlerinin sıfır olduğu görülmektedir.

Tablo 5: Korelasyon Değerleri

	Sermaye Harcaması (SH/MDV)	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)	Satışlar (SATIŞ/MDV)	Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)	Finansman Giderleri (FGİD/MDV)	Finansman Gelirleri (FGEL/MDV)	Türev Ürünler (TÜREV/MDV)
Sermaye Harcaması (SH/MDV)	1.0000						
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)	-0.3545	1.0000					
Satışlar (SATIŞ/MDV)	-0.5093	0.7567	1.0000				
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)	-0.5040	0.8239	0.9035	1.0000			
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)	-0.4611	0.8284	0.8347	0.9254	1.0000		
Finansman Gelirleri (FGEL/MDV)	0.0107	0.1349	0.1028	0.0348	0.2847	1.0000	
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)	0.0024	0.0745	0.0473	0.0322	0.0494	0.1075	1.0000

Yapılan korelasyon analizi sonuçlarına göre, sermaye harcaması ile en güçlü ilişkiye sahip değişkenlerin, satışlar ve uzun vadeli borçlar olduğu ve negatif bir ilişkinin olduğu görülürken Tablo 6’da da bu ilişkilerin sırasıyla 0,01 ve 0,05 ile anlamlı olduğu görülmektedir. Sermaye harcaması ile pozitif bir ilişkisi olan yalnızca finansman gelirleri ve türev ürünler değişkenleridir. Değişkenler arasında en güçlü ve pozitif ilişki ise 0.92 ile finansman giderleri ve uzun vadeli borçlanma değişkeni arasındadır.

Tablo 6: Modelin Tahmin Sonuçları (İmalat Sanayi Sektörü)

Açıklayıcı Değişkenler	(1) Arellano ve Bond GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(2) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(3) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM (Dirençli Standart Hatalar ile) Sonucu Katsayı Tahmini
Sermaye Harcaması (SH/MDV) (-1)	.3023141 (0.86)	.0405818 (0.38)	.0405818 (0.34)
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)	-.0221582 (-0.32)	-.0768083 (-2.92)***	-.0768083 (-1.92)*
Satışlar (SATIŞ/MDV)	.3672038 (3.97)***	.2910468 (9.46)***	.2910468 (3.69)***
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)	.2836863 (1.45)	.2012315 (2.44)**	.2012315 (2.12)**
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)	1.025268 (2.32)**	.2744684 (0.91)	.2744684 (0.79)
Finansman Gelirleri (FGEL/MDV)	-1.563992 (-2.65)***	-.372163 (-0.95)	-.372163 (-0.84)
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)	.0516378 (0.39)	.0799512 (3.58)***	.0799512 (2.24)**
Wald Testi	714.44 [0.0000]	1076.27 [0.0000]	33.79 [0.0000]
Sargan Testi	26.35316 [0.0233]	22.89768 [0.0620]	-
Spesifikasyon Testleri			
AR (1)	-3.9394 [0.0001]	-1.3147 [0.1886]	-1.0426 [0.2971]
AR (2)	-.27242 [0.7853]	-.92492 [0.3550]	-.91063 [0.3625]
Gözlem Sayısı	1240		
Grup Sayısı	155		
Araç Sayısı	21		

Tablodaki katsayı tahminlerinin altındaki parantez içindeki değerler z değerleri, köşeli parantez içindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir. *, **, *** ise katsayıların sırasıyla 0,01-0,05-0,10 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 6’da Wald testi sonucuna bakıldığında, modelin olasılık değerlerinin 0,05 anlam seviyesi ile anlamlı olduğu söylenebilmektedir. Genelleştirilmiş momentler tahmininde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığına bakıldığında Sargan testi sonucuna göre, ilk tahmin sonucunda aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerli değildir, yani değişkenler içseldir, ikinci tahmin modelinde z değeri 0,06 ile 0,05’in üstünde kaldığı için aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir.

Genelleştirilmiş momentler tahmincilerinin etkin olabilmesi için ikinci mertebeden otokorelasyon olmamalıdır. Abond testinde de ikinci mertebeden otokorelasyon bulunmamaktadır.

(1) numaralı tahmin sonucuna göre sermaye harcaması değişkeni, satışlar ve finansman gelirleri ile 0,01, finansman giderleri değişkeni ile 0,05 anlam düzeyinde anlamlıdır. Diğer değişkenler anlamlı çıkmamıştır. (2) numaralı tahmin sonucunda faiz ve vergi öncesi kâr, satışlar ve türev ürünler değişkenlerinin anlamlılık seviyeleri 0,01 ile oldukça yüksektir. Uzun vadeli borçlar da 0,05 ile anlamlı bir ilişki içindedir. Finansman giderleri ve finansman gelirleri değişkenleri ise anlamlı seviyede değildir. (3) numaralı modelde uzun vadeli borçlar ve türev ürünler değişkenleri 0,05 seviyesinde, satışlar 0,01 seviyesinde, faiz ve vergi öncesi kâr ise 0,1 seviyesinde anlamlı çıkmıştır.

Üç model birlikte değerlendirildiğinde beklendiği üzere sermaye harcamasının satışlarla ilişkisi pozitif, finansman gelirleri ile de negatif iken finansman giderleri ile pozitiftir. Satışların artması teorik beklentilerle uyumlu olarak sermaye harcamasında da artışa neden olmaktadır. Örneğin (1) numaralı modelde satışlardaki %1'lik artış sermaye harcamasında 0.36 artışa sebep olmaktadır. Uzun vadeli borçların pozitif olması firmaların yatırımlarında borçlanmaya gittiklerini gösterirken faiz ve vergi öncesi kâr değişkeninin katsayı değerleri çok yüksek olmamasına rağmen faiz ve vergi öncesi kârla negatif ilişkinin sermaye harcamalarını olumsuz etkilediğini göstermektedir. (2) ve (3) numaralı modellerde faiz ve vergi öncesi kârda %1'lik artış sermaye harcamasında -.076 azalışa neden olmaktadır.

Analiz sonuçları firma borçlulukları ve artan satışların firmaların reel yatırımlarına katkıda bulunduğunu göstermektedir. Diğer taraftan faiz ve vergi öncesi kâr sermaye harcaması ile negatif ilişkide çıkmıştır. Dolayısıyla finansal olmayan işletmelerin finansal ödemelerini ve finansal kârlarını artırdığı söylenebilir. Finansal işlemlerdeki bu artış ise sermaye harcamasını olumsuz etkilemektedir ve reel yatırımlara zarar vermektedir denebilir. Sonuç olarak istatistiksel sonuçlarda, sermaye harcaması ve finansallaşma arasındaki ilişkiye yönelik destekleyici bulgular bulunmaktadır.

Alt sektörlerle ilişkin analizlerde üç farklı tahminci ile elde edilen sonuçlara ait katsayılar ve z değerleri aşağıda sektör bazında verilmiştir. Modelde kullanılan

finansman gelirleri değişkeni alt sektörlerin analizinde doğrusallığa neden olduğundan modelden düşmüştür.

Tablo 7: Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Alt Sektörüne Ait Tahmin Sonuçları

Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Alt Sektörü				
Açıklayıcı Değişkenler		(1) Arellano ve Bond GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(2) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(3) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM (Dirençli Standart Hatalar ile) Sonucu Katsayı Tahmini
Sermaye Harcaması (SH/MDV) (-1)		.0566217	.105734	.105734
		(0.15)	(1.66)*	(0.40)
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)		-.1253002	.0466026	.0466026
		(-0.25)	(0.44)	(0.22)
Satışlar (SATIŞ/MDV)		-.1033429	-.0824598	-.0824598
		(-1.01)	(-6.90)***	(-1.24)
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)		-.9684928	-.8625178	-.8625178
		(-3.71)***	(-4.70)***	(-0.73)
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)		1.722045	1.332167	1.332167
		(1.75)*	(5.91)***	(1.48)
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)		.1191692	.0554471	.0554471
		(0.39)	(0.57)	(0.31)
Wald Testi		18.34	1716.40	22.14
		[0.0054]	[0.0000]	[0.0011]
Sargan Testi		6.772987	12.98154	-
		[0.9431]	[0.5280]	
Spesifikasyon Testleri	AR (1)	1.6452	.53441	.51907
		[0.0999]	[0.5931]	[0.6037]
	AR (2)	-3.7487	-1.4263	-1.3845
		[0.0002]	[0.1538]	[0.1662]
Gözlem Sayısı		159		
Grup Sayısı		20		
Araç Sayısı		20		

Tabloda katsayı tahminlerinin altındaki parantez içindeki değerler z değerleri, köşeli parantez içindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir. *, **, *** ise katsayıların sırasıyla 0,01-0,05-0,10 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğunu göstermektedir.

Wald testinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıktığı dokuma, giyim eşyası ve deri alt sektörünün analiz sonuçlarına (Tablo 7) göre (1) numaralı tahmin sonucunda ikinci mertebeden otokorelasyon bulunmamaktadır ancak (2) ve (3)

numaralı tahmin sonucunda z testi sonuçlarında ikinci dereceden otokorelasyon görünmektedir.

Analiz sonucunda (1) numaralı modelde uzun vadeli borçlanma değişkeninin anlam seviyesi 0,01 ve katsayısı da yüksek çıkmıştır. (2) numaralı tahminde satışlar ve uzun vadeli borçlar değişkenleri sermaye harcaması ile 0,01 seviyesinde anlamlı ve negatif ilişkide iken ve finansman giderleri değişkeni sermaye harcaması değişkeni ile 0,01 anlam düzeyinde anlamlı ve pozitif ilişkidir. (3) numaralı model sonucunda ise tüm değişkenler anlamlı görünmemektedir.

Üç tahmin sonucunda da türev ürünler değişkeni ile sermaye harcaması arasında pozitif ancak anlamlı olmayan bir ilişki çıkmıştır, katsayı değerleri ise genel olarak düşük seviyededir. Öte yandan uzun vadeli borçların son tahmin hariç anlamlı ve negatif olduğu görülmektedir. Analiz sonucunda çıkan katsayı tahminleri de yüksek seviyededir.

Sonuç olarak dokuma, giyim eşyası ve deri alt sektöründe, son model hariç ilk iki modelde uzun vadeli borçlarla hissedilen kırılganlığa ilişkin negatif finansallaşma bulguları bulunmaktadır. Uzun vadeli borçların negatif çıkması ve katsayı değerlerinin de yüksek olması, finansallaşmanın sermaye harcamasını olumsuz etkilediğini ve firmaların uzun vadede yüksek borçlanma yaptıklarını göstermektedir. Bu borçluluk ekonomik belirsizlik dönemlerinde işletmeler için riske sebep olabilecek ve firmayı olumsuz etkileyebilecektir.

Tablo 8: İçki, Gıda ve Tütün Alt Sektörüne Ait Tahmin Sonuçları

İçki, Gıda ve Tütün Alt Sektörü				
Açıklayıcı Değişkenler		(1) Arellano ve Bond GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(2) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(3) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM (Dirençli Standart Hatalar ile) Sonucu Katsayı Tahmini
Sermaye Harcaması (SH/MDV) (-1)		1.085627	.8533884	.8533884
		(0.98)	(6.27)***	(0.72)
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)		-.0772684	-.0786645	-.0786645
		(-0.36)	(-20.25)***	(-1.03)
Satışlar (SATIŞ/MDV)		.8748268	.7645195	.7645195
		(1.84)*	(11.88)***	(1.52)
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)		.1971578	.2449079	.2449079
		(0.33)	(7.81)***	(0.79)
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)		-.0271589	-.0216833	-.0216833
		(-0.03)	(-1.43)	(-0.23)
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)		-.2870654	-.2321968	-.2321968
		(-0.14)	(-5.42)***	(-0.51)
Wald Testi		164.57	2.90e+06	72502.74
		[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
Sargan Testi		12.03666	14.44209	-
		[0.6034]	[0.4173]	
Spesifikasyon Testleri	AR (1)	-2.0542	-1.0195	-1.0077
		[0.0400]	[0.3080]	[0.3136]
	AR (2)	-.32933	-.6453	-.62299
		[0.7419]	[0.5187]	[0.5333]
Gözlem Sayısı		183		
Grup Sayısı		23		
Araç Sayısı		20		

Tabloda katsayı tahminlerinin altındaki parantez içindeki değerler z değerleri, köşeli parantez içindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir. *, **, *** ise katsayıların sırasıyla 0,01-0,05-0,10 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğunu göstermektedir.

Wald testinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıktığı içki, gıda ve tütün alt sektörünün analiz sonuçlarına (Tablo 8) göre ikinci mertebeden otokorelasyon bulunmamaktadır.

Analizde (1) numaralı tahminde satışlar değişkeni 0,1 ile pozitif bir ilişki göstermektedir. (2) numaralı modelde faiz ve vergi öncesi kâr değişkeni anlamlı ve negatif, satışlar ve uzun vadeli borçlar değişkenleri anlamlı ve pozitif çıkarken türev

ürünler değişkeni 0,01 seviyesinde anlamlı ve negatif bir ilişki sunmaktadır. (3) numaralı modelde ise hiçbir değişken anlamlı çıkmamıştır.

Üç model birlikte değerlendirildiğinde tüm modellerde anlamlı çıkan bir değişken olmamıştır. Dolayısıyla değişkenlerle sermaye harcaması arasında ve dolayısıyla finansallaşma açısından doğru bir öngörü yapılamamaktadır.

Tablo 9: Kimya, Petrol Alt Sektörü Tahmin Sonuçları

Kimya, Petrol Alt Sektörü				
Açıklayıcı Değişkenler		(1) Arellano ve Bond GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(2) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(3) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM (Dirençli Standart Hatalar ile) Sonucu Katsayı Tahmini
Sermaye Harcaması (SH/MDV) (-1)		.787657	.075973	.075973
		(0.80)	(2.53)**	(0.68)
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)		-.1808269	-.1843992	-.1843992
		(-3.24)***	(-8.82)***	(-2.69)***
Satışlar (SATIŞ/MDV)		.0493859	.0498161	.0498161
		(4.80)***	(10.69)***	(3.58)***
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)		.0927436	.0966469	.0966469
		(1.91)*	(3.58)***	(1.32)
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)		.0029151	-.0085008	-.0085008
		(0.02)	(-0.43)	(-0.13)
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)		.0514555	.0842252	.0842252
		(0.48)	(1.48)	(0.51)
Wald Testi		37.71	15221.54	127.13
		[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
Sargan Testi		6.24768	17.66296	-
		[0.9599]	[0.2226]	
Spesifikasyon Testleri	AR (1)	-3.729	-1.6469	-1.5142
		[0.0002]	[0.0996]	[0.1300]
	AR (2)	.01487	-.03346]	-.03035
		[0.9881]	0.9733	[0.9758]
Gözlem Sayısı		184		
Grup Sayısı		23		
Araç Sayısı		20		

Tabloda katsayı tahminlerinin altındaki parantez içindeki değerler z değerleri, köşeli parantez içindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir. *, **, *** ise katsayıların sırasıyla 0,01-0,05-0,10 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğunu göstermektedir.

Wald testinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıktığı kimya, petrol alt sektörünün analiz sonuçlarına (Tablo 9) göre AR (2) değerleri 0.05'in üstünde kalarak ikinci mertebeden otokorelasyon bulunmamaktadır.

Analizde (1) numaralı modelde faiz vergi öncesi kâr değişkeni 0,01 seviyesinde anlamlı ve negatif, satışlar 0,01 ile uzun vadeli borçlar değişkeni 0,10 ile anlamlı ve pozitif bir ilişki içerisinde. (2) numaralı modelde faiz vergi öncesi kâr değişkeni 0,01 seviyesinde anlamlı ve negatif, satışlar ve uzun vadeli borçlar değişkeni sermaye harcaması ile anlamlı ve pozitif ilişki göstermektedir. (3) numaralı model sonuçlarında da faiz vergi öncesi kâr değişkeni 0,01 seviyesinde anlamlı ve negatif, satışlar 0,01 ile anlamlı ve pozitif ilişkidir.

Üç model birlikte değerlendirildiğinde faiz ve vergi öncesi kâr değişkeni ile satışlar değişkeninin sermaye harcaması ile anlamlı ilişki gösterdiği görülmektedir. Satışlar değişkeni beklendiği üzere pozitif çıkarken faiz ve vergi öncesi kâr değişkeni negatif çıkmıştır. Katsayı değerleri de faiz ve vergi öncesi kâr değişkeninde satışlar değişkenine göre daha yüksektir. Bu durum faiz ve vergi öncesi kârda oluşacak % 1'lik artışın sermaye harcamasında satışlara göre daha yüksek etki oluşturduğunu göstermektedir.

Dolayısıyla kimya, petrol alt sektörü satışlarda beklenen pozitif etkinin düşük katsayılar nedeni ile sermaye harcaması üzerinde etkin olduğu söylenemezken kârlılıkta beklenen pozitif etkinin olmaması ile finansal olmayan işletmelerin satışlardan elde edemedikleri kârı finansal piyasalardan elde ettiklerini doğrular niteliktedir. Sonuç olarak da finansallaşmanın etkili olduğu bir alt sektör olmuştur.

Tablo 10: Metal Eşya, Makine Araç ve Gereç Yapım+Metal Ana Sanayi Alt Sektörleri Tahmin Sonuçları

Metal Eşya, Makine Araç ve Gereç Yapım+Metal Ana Sanayi Alt Sektörleri				
Açıklayıcı Değişkenler		(1) Arellano ve Bond GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(2) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(3) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM (Dirençli Standart Hatalar ile) Sonucu Katsayı Tahmini
Sermaye Harcaması (SH/MDV) (-1)		.0716191	.0334817	.0334817
		(1.15)	(1.24)	(0.63)
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)		-.007764	-.0067246	-.0067246
		(-0.47)	(-1.42)	(-1.20)
Satışlar (SATIŞ/MDV)		.0556533	.048549	.048549
		(7.40)***	(8.17)***	(6.60)***
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)		.0679784	.0637025	.0637025
		(2.28)**	(2.50)**	(1.80)*
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)		-.0095714	.0017341	.0017341
		(-0.31)	(0.07)	(0.06)
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)		.038081	.0389967	.0389967
		(2.52)**	(9.02)***	(8.03)***
Wald Testi		100.05	496.95	327.84
		[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
Sargan Testi		20.58787	15.13758	-
		[0.1127]	[0.3688]	
Spesifikasyon Testleri	AR (1)	-7.3184	-2.9984	-2.8363
		[0.0000]	[0.0027]	[0.0046]
	AR (2)	-1.1654	-1.0709	-1.0385
		[0.2439]	[0.2842]	[0.2990]
Gözlem Sayısı		344		
Grup Sayısı		43		
Araç Sayısı		20		

Tabloda katsayı tahminlerinin altındaki parantez içindeki değerler z değerleri, köşeli parantez içindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir. *, **, *** ise katsayıların sırasıyla 0,01-0,05-0,10 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğunu göstermektedir.

Wald testinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıktığı metal eşya, makine araç ve gereç yapım alt sektörü ile birlikte değerlendirilen metal ana sanayi alt sektörünün analiz sonuçlarına (Tablo 10) göre ikinci mertebeden otokorelasyon bulunmamaktadır.

Analiz sonuçlarına göre üç modelde de satışlar, uzun vadeli borçlar ve türev ürünler değişkenleri anlamlı ve pozitif ilişki göstermektedir. Bu sektörde de satışlar beklendiği gibi pozitif çıkmıştır.

Bu sektörlerde beklendiği gibi satışlarla sermaye harcamasının pozitif ilişkide olması ve uzun vadeli borçlanmalarının da pozitif yönlü olması firmaların reel yatırımlarda borçlanmaya gittiklerini göstermektedir. İki değişkenin katsayıları karşılaştırıldığında uzun vadeli borçlanmaların sermaye harcaması üzerindeki etkisinin satışlara göre biraz daha yüksek olduğu görülmektedir. Uzun vadeli borçların katsayıları 0,067 ve 0,063 seviyeleri ile diğer değişkenlerden daha yüksektir. Uzun vadeli borçların yatırım kararları üzerinde kısıtlayıcı etkisi olduğunu vurgulamıştık ancak burada uzun vadeli borçların sermaye harcaması üzerinde pozitif etkisi olduğu görülmektedir. Bunların yanı sıra türev ürünlerin de sermaye harcaması üzerinde olumlu etkisi istatistiksel olarak firmaların finansallaşmadan faydalandıklarını ancak sermaye harcamasını olumsuz etkilemediğini göstermektedir.

Tablo 11: Taş ve Toprağa Dayalı Alt Sektörü Tahmin Sonuçları

Taş ve Toprağa Dayalı Alt Sektörü				
Açıklayıcı Değişkenler		(1) Arellano ve Bond GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(2) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(3) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM (Dirençli Standart Hatalar ile) Sonucu Katsayı Tahmini
Sermaye Harcaması (SH/MDV) (-1)		.0102679	.0301867	.0301867
		(0.15)	(0.86)	(0.46)
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)		.0501315	-.0074188	-.0074188
		(0.75)	(-0.22)	(-0.11)
Satışlar (SATIŞ/MDV)		.1233839	.1358806	.1358806
		(6.30)***	(18.11)***	(7.00)***
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)		.1876591	.1737185	.1737185
		(2.48)**	(6.33)***	(1.87)*
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)		-.2870912	-.2038063	-.2038063
		(-1.99)**	(-2.57)***	(-1.21)
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)		-.1825279	-.1854653	-.1854653
		(-2.14)**	(-2.32)**	(-1.09)
Wald Testi		126.57	5152.20	194.89
		[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
Sargan Testi		39.27095	13.31104	-
		[0.0003]	[0.5022]	
Spesifikasyon Testleri	AR (1)	-3.7509	-2.0405	-1.7964
		[0.0002]	[0.0413]	[0.0724]
	AR (2)	-1.7165	-1.4577	-1.3597
		[0.0861]	[0.1449]	[0.1739]
Gözlem Sayısı		232		
Grup Sayısı		29		
Araç Sayısı		20		

Tabloda katsayı tahminlerinin altındaki parantez içindeki değerler z değerleri, köşeli parantez içindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir. *, **, *** ise katsayıların sırasıyla 0,01-0,05-0,10 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğunu göstermektedir.

Wald testinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıktığı taş ve toprağa dayalı alt sektörünün analiz sonuçlarına (Tablo 11) göre ikinci mertebeden otokorelasyon bulunmamaktadır.

İlk iki modelde satışlar ve uzun vadeli borçlar anlamlı ve pozitif, finansman giderleri ve türev ürünler değişkenleri sermaye harcaması ile anlamlı ve negatif ilişki içindedir. (3) numaralı modelde ise satışlar yine 0,01 seviyesinde anlamlı ve

beklendiği gibi pozitif, uzun vadeli borçlar ise 0,10 ile daha düşük olmasına rağmen anlamlı ve pozitif ilişki göstermektedir.

Üç model birlikte değerlendirildiğinde satışlar ve uzun vadeli borçlar değerşkenlerinin sermaye harcaması üzerinde pozitif etkili olduğu, katsayılarının da düşük olmadığı görülmektedir.

Taş ve toprağa dayalı alt sektöründe de metal eşya, makine araç ve gereç yapım alt sektörü ile birlikte değerlendirilen metal ana sanayi alt sektörlerindeki gibi satışlarla sermaye harcamasının beklenen pozitif ilişkisi kârlılıkları açısından önem arz etmektedir. Uzun vadeli borçlanmalarının da pozitif yönlü olması firmaların reel yatırımlarda borçlanmaya gittiklerini göstermektedir. İki değerşkenin katsayıları karşılaştırıldığında uzun vadeli borçlanmaların sermaye harcaması üzerindeki etkisinin satışlara göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Dolayısıyla borçlanma nedeni ile kırılganlıklara rağmen borçların reel yatırımlar üzerinde istatistiksel olumlu etkisi bulunmaktadır.

Tablo 12: Diğer Alt Sektörler Tahmin Sonuçları

Diğer Alt Sektörler				
Açıklayıcı Değişkenler		(1) Arellano ve Bond GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(2) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM Sonucu Katsayı Tahmini	(3) Arellano ve Bond İki Aşamalı GMM (Dirençli Standart Hatalar ile) Sonucu Katsayı Tahmini
Sermaye Harcaması (SH/MDV) (-1)		.2190781	.2700274	.2700274
		(1.52)	(7.81)***	(1.27)
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK/MDV)		.0247363	.0171053	.0171053
		(0.58)	(1.62)	(0.69)
Satışlar (SATIŞ/MDV)		.0162703	.0201349	.0201349
		(1.07)	(3.81)***	(1.46)
Uzun Vadeli Borçlar (UVB/MDV)		.0121172	-.0384116	-.0384116
		(0.10)	(-0.59)	(-0.27)
Finansman Giderleri (FGİD/MDV)		.4456714	.232374	.232374
		(1.83)*	(1.52)	(0.46)
Türev Ürünler (TÜREV/MDV)		1.635185	1.687992	1.687992
		(3.03)***	(46.75)***	(4.13)***
Wald Testi		22.66	127677.18	158.09
		[0.0009]	[0.0000]	[0.0000]
Sargan Testi		17.71635	12.19201	-
		[0.2200]	[0.5909]	
Spesifikasyon Testleri	AR (1)	-5.3649	-2.6225	-2.2591
		[0.0000]	[0.0087]	[0.0239]
	AR (2)	2.1268	1.4045	1.2833
		[0.0334]	[0.1602]	[0.1994]
Gözlem Sayısı		153		
Grup Sayısı		19		
Araç Sayısı		20		

Tabloda katsayı tahminlerinin altındaki parantez içindeki değerler z değerleri, köşeli parantez içindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir. *, **, *** ise katsayıların sırasıyla 0,01-0,05-0,10 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğunu göstermektedir.

Wald testinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıktığı taş ve toprağa dayalı alt sektörünün analiz sonuçlarına (Tablo 11) göre (1) numaralı tahmin sonucunda AR (2) testinde z değeri 0,05'in altında kalması ile ikinci mertebeden otokorelasyon görünmektedir. Ancak diğer tahmin sonuçlarında ikinci mertebeden otokorelasyon görünmemektedir. Analiz sonucunda dikkat edilecek bir diğer husus ise araç sayısının grup sayısını aşmasıdır. Dolayısıyla tahmin sonuçlarına ve elde edilen testlere dikkat etmek gerekmektedir.

Analizde türev ürünler değişkeni hariç diğer değişkenler genel olarak anlamsız çıkmıştır. Türev ürünler ise sermaye harcaması ile 0,01 ile yüksek anlamlı görünmektedir. Hiçbir değişkenin değeri de beklenen işaretle çıkmamıştır. Dolayısıyla sermaye harcaması ile finansallaşma arasında kayda değer bir ilişki, anlamlı katsayılar görülememiştir.

İmalat sanayi sektörü ve alt sektörler için yapılan analizler genel olarak değerlendirildiğinde istatistiksel sonuçlar firmaların satışlarını artırmalarının yanı sıra reel yatırımlarında finansal kırılganlığa neden olacak şekilde uzun vadeli borçlanmaya gitmeleri ve kısa vadede finansman geliri elde etmeleri nedenleri ile finansallaşmanın sermaye harcaması üzerindeki negatif etkisini desteklemektedir. Taş ve toprağa dayalı alt sektöründe ve metal eşya, makine araç ve gereç yapım alt sektöründe ise uzun vadeli borçlanmanın ve türev ürünlerin kullanımının sermaye harcamasına pozitif etki ettiği görülmüştür.

SONUÇ

Dünya tarihinde yaşanan 1929 Büyük Buhran, ekonomide çok önemli bir yere sahiptir. Büyük Buhran'ın etkileri geçmeden yaşanan II. Dünya Savaşı, akabinde 1960'ların ortasından sonra sanayi sektöründe kâr oranlarının düşmesi, Amerika'da finans kesiminin toplam kârlar içindeki payı yükselirken imalat sanayinin payının azalması, 1971'de *Bretton Woods* sisteminin terk edilmesi ile sabit kurdan vazgeçilmesi literatüre dünya ekonomisinde özellikle de ABD ekonomisinde yaşanan önemli ekonomik gelişmeler olarak kaydedilmiştir. Bu ekonomik gelişmeler ışığında finans piyasaları ve finansal kurumlar da değişmeye ve gelişmeye başlamıştır. Özellikle 1980'lerde teknolojinin gelişmesi ve liberalizasyon süreçleri bu gelişime hız katmıştır. Uygulanan liberal politikalar ve küreselleşme ile kendine yol çizen finansallaşma 1990'larda ivmelenmiş ve literatürde de finansallaşma kavramı olarak tanımlanmıştır.

Finansallaşmanın etkisi küreselleşme ve sermayenin liberalleşmesi ile artarken hem olumlu hem olumsuz sonuçları olmuştur. Olumlu anlamda, kurumlar ve bireyler hızlı ve evrensel işlem yaparak kârlı alanlara yönelebilmişlerdir. Olumsuz anlamda ise finansallaşma, sağlam zemine oturtulmadığında olgunlaşmamış piyasalarda beraberinde krizleri de getirmiştir. 2000'li yıllara gelindiğinde ise süreç hızla devam etmiş ve yeni krizler de kendini göstermiştir. Büyük Buhran'dan sonra yaşanan en büyük kriz 2008'deki *morgage* krizi olmuştur.

Dünyada finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, yalnız gelişmiş ülkelerde değil sermayenin aktığı gelişmekte olan Türkiye gibi ülkelerde de boy göstermiştir. 1980'li yıllar köklü değişikliklerin olduğu yıllar olmuştur. Maliye Bakanlığı içinde yer alan Hazine 1984'de Maliye Bakanlığı'ndan ayrılarak müsteşarlık olmuş, 1986'da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) açılmış, 1982'de sermaye piyasası kurulu oluşturulmuş ve 1985 Bankalar Kanunu ile yeni düzenlemeler getirilmiştir. 1990'lı yıllar ise yatırım kanalı yani doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının ağırlıkta olduğu yıllar olmuştur. Sermaye hareketinden kaynaklı yüksek faiz oranlarının olduğu 1990'lı yıllarda krizler de baş göstermiştir. Her ne kadar 1980'de ve 1994'de liberal kararlar alınsa da bu kararlar etkin uygulanmadığı için de 2000'li yıllara 2001 krizi ile girilmiş ve dış borçta büyük bir artış yaşanmıştır.

Finansal piyasalardaki baş döndürücü hız karşısında finansallaşmanın etki alanına yalnız finansal kurumlar değil finansal olmayan işletmeler de girmiştir. Finansal piyasalardan kısa dönemde elde edilen cazip kârlar, borçlanma ve finansal ödemelerin de artışı sağlamıştır.

Finansallaşma, finansal olmayan işletmelerin de finansal piyasalara girmesi ile yeni bir boyut kazanmıştır. Finansal olmayan işletmelerde kurumsal davranışları etkilemiş, firmaların daha kolay borçlanmaları ve portföylerinin çeşitlenmesi ile yönetimin yatırım kararlarında etkili bir noktaya ulaşmıştır. Finansal olmayan işletmelerde finansallaşma ile finansal ödemeler artarken firma kârlarında finansal gelirler önemli bir yer edinmiştir. Dolayısıyla finansallaşmanın finansal olmayan işletmelerdeki etkisinin incelenmesi literatürde araştırma konusu olmuştur. Yalnız yapılan araştırmalar çoğunlukla finansallaşmanın makro düzeyli etkileri üzerinden olurken mikro seviyede yani firmalar ve mali tablolar seviyesinde yapılan çalışmalar sınırlı kalmıştır. Bu nedenle bu çalışmada finansal olmayan işletmelerde finansallaşmanın etkilerini araştırmak için ekonometrik bir analiz çalışması yapılmıştır. Analizde BIST'e kayıtlı imalat sanayi sektöründe bulunan 155 firmaya ait 2009-2018 dönemine ait mali tablo verileri kullanılmıştır. Veriler Finnet veritabanından temin edilmiştir. Çalışmada STATA programında panel veri yöntemlerinden en iyi tahmin sonucunu veren GMM tekniği ile dinamik panel veri analizi kullanılmıştır.

Finansallaşma çok eski bir kavram olmamasına rağmen literatürdeki araştırmalarda sermaye birikimini olumsuz etkilediği, firmaların reel yatırımlarında kısıtlayıcı olduğu sonucuna varılmıştır. Bu nedenle analizdeki modelde faiz ve vergi öncesi kâr, satışlar, uzun vadeli borçlar, finansman gelirleri, finansman giderleri ve türev ürünler kullanılmıştır. 2009-2018 zaman aralığında değişkenlerin birbiri ile ilişkileri analiz edilmiştir. İmalat sanayi sektöründeki tüm firmaların bulunduğu ilk analiz sonuçları, firma borçlulukları ve artan satışların firmaların reel yatırımlarına katkıda bulunduğunu göstermektedir. Diğer taraftan faiz ve vergi öncesi kâr sermaye harcaması ile negatif ilişkide çıkmıştır. Dolayısıyla finansal olmayan işletmelerin finansal ödemelerini ve finansal kârlarını artırdığı söylenebilir. Finansal işlemlerdeki bu artış ise sermaye harcamasını olumsuz etkilemektedir ve reel yatırımlara zarar verdiği söylenebilir. İstatistiksel sonuçlar, sermaye harcaması ve finansallaşma arasındaki negatif ilişkiye yönelik destekleyici bulgular göstermektedir.

İmalat sanayi sektörünün alt sektörlerinde de aynı değişkenlerle finansallaşmanın sermaye harcamasına etkileri araştırılmıştır. “kimya, petrol” alt sektörü etkinin en net görüldüğü sektör olmuştur. Bu alt sektörde satışlarda beklenen pozitif etkinin düşük katsayılar nedeni ile sermaye harcaması üzerinde etkin olmadığı ve kârlılıkta beklenen pozitif etkinin olmaması ile finansal olmayan işletmelerin satışlardan elde edemedikleri kârı finansal piyasalardan elde ettiklerini doğrular nitelikte olmuştur. Sonuçlar “dokuma, giyim eşyası ve deri” alt sektöründe de yine finansallaşmanın sermaye harcaması üzerindeki negatif etkisini destekleyici bulgular sunmaktadır.

“Taş ve toprağa dayalı” alt sektöründe ve “metal eşya, makine araç ve gereç yapım” alt sektörü ile birlikte değerlendirilen “metal ana sanayi” alt sektörlerinde satışlarla sermaye harcamasının beklenen pozitif ilişkisinin kârlılıkları açısından önem arz ettiği görülmüştür. Uzun vadeli borçlanmalarının da pozitif yönlü olması firmaların reel yatırımlarda borçlanmaya gittiklerini göstermektedir. İki değişkenin katsayıları karşılaştırıldığında uzun vadeli borçlanmaların sermaye harcaması üzerindeki etkisinin satışlara göre daha yüksek olduğu görülmüştür. Dolayısıyla borçlanma nedeni ile kırılganlıklara rağmen borçların sermaye harcaması, reel yatırımlar üzerinde istatistiksel olarak olumlu etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Diğer alt sektörler için yapılan analizlerde ise anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

Sonuç olarak literatürde olduğu gibi sermaye harcaması ve finansallaşma arasında beklenen negatif ilişki, Türkiye’deki BIST’e kayıtlı imalat sanayi işletmelerinde de kendini gösterirken alt sektörler bazında ise sermaye harcaması ile bazı sektörlerde pozitif ilişki, bazı sektörlerde ise negatif ilişki içerisinde olduğu görülmektedir.

Finansal olmayan işletmeler reel yatırımlarında uzun vadeli borçlardan faydalanacaklardır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus finansal kırılganlıktır. Üstlenebilecekleri borçluluk seviyesini aşmadıklarında uzun vadeli borçlanmalar sermaye harcamalarını artıracaklardır. İşletmelerin özellikle makroekonomik belirsizlik dönemlerinde satışlardan elde edemedikleri karı finansal piyasalarda elde etmek için hisse senedi, tahvil, türev ürünler gibi finansal araçlara yönelmeleri ancak alabilecekleri riski ve finansal derinliği iyi ölçmeleri ile makul olabilecektir. Finansal olmayan işletmelerin finansallaşmayı maliyetlerini düşürecek veya risklerini iyi ölçmeleri koşulu ile kısa dönemde kârlılıklarını artıracak bir araç

olarak kullanmaları halinde sermaye harcamalarına yani reel yatırımlarına olumlu katkı yapabilecektir. Ancak bunu yaparken finansal derinleşmeyi dikkate almaları ve esas faaliyetlerinden uzaklaşmamaları önemlidir. Çalışmanın sonucunda finansallaşmanın sermaye harcamasında bazı sektörlerde pozitif bazılarında negatif etkisini göstermesi bazı işletmelerin finansallaşmayı esas faaliyetleri için bir araç olarak kullanmış olabileceklerini göstermektedir. Bu da doğru kullanıldığında finansallaşmanın finansal olmayan işletmelere zarar vermeyeceğinin bir göstergesi olarak düşünülebilir. Finansallaşmanın sermaye harcamasını negatif etkilediği işletmelerde ise işletme ömrü kısalabilecektir.

Türkiye’de finansallaşmanın finansal olmayan işletmelere etkisinin çok daha net görülebilmesi için bundan sonraki çalışmalarda BIST’e kayıtlı tüm sektörlerin daha uzun bir zaman diliminde incelenmesi uygun olacaktır. İşletme sayısının artması ve zaman periyodunun uzaması finansallaşmanın etkileri açısından daha etkin sonuçların elde edilmesini sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Afşar, M. (2011). “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 6 (2). Ekim. 143-171.
- Akkemik, K. Ali. ve Özen, Ş. (2014). “Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case of Turkey”. *Socio-Economic Review*. 12. 71-98.
- Altunöz, U. (2013). “Türkiye’de Enflasyon, Büyüme ve Finansal Derinleşme İlişkisinin Ampirik Analizi”. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 3 (2). 175-194.
- Alvarez, I. (2015). “Financialization, non-financial corporations and income inequality: the case of France”. *Socio-Economic Review*. 1-27.
- Arı, A. ve Özcan, B. (2011). “İşçi Gelirleri ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi”. *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*. 38. Haziran Aralık. 101-117.
- Asia-Pasific Economic Cooperation Study Center (2000). Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy. Hong Kong: The University of Hong Kong.
- Aslan, Ö. ve Korap, H. L. (2006). “Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi”. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (İLKE)*. (7). Güz. 1-19.
- Aşıkoğlu, R. ve Kayahan C. (2008). “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. C.X.S.II. 157-179.
- Aybar, S. ve Doğru, C. (2013). “Finansallaşma ve İktisadi Sonuçları: Türkiye Örneği”. *Maliye Finans Yazıları*. 27 (100). 9-39.
- Azkunaga, J. A., San-Jose, L. ve Urionabarrenetxea S. (2013). “The Impact of Financial Globalization and Financialization on the Economy in the Current Crisis Through Banking Corporate Governance”. *Contemporary Economics*. 7(3). 79-94.
- Baker, H. K., Powell, G. E. ve Veit, E. T. (2003). “Why companies use open-market repurchases: A managerial perspective”. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 43. 483-504.
- Berikan, M. ve Hüseyinli, T. (2017). “Petrol Fiyatlarındaki Düşüşün Rusya Ekonomisi Üzerine Etkileri”. *İktisadi Yenilik Dergisi*. 4 (2). Ocak.
- Bostancı, M. C. (2012). *Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Bradford M., V. A. ve Naples, M. I. (2013). “Financialization and Income Inequality in The United States, 1967-2010”. *American Journal of Economics and Sociology*. 72 (5). November. 1158-1182.
- Briguglio, L., Cordina, C., Farrugia, N. ve Vella, S. (2009). “Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurements”. *Oxford Development Studies*. 37 (3). September. 229-247.

- Christopher, F. B., Çağlayan, M., Özkan, N. ve Talavera, O. (2006). “The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-Financial Firms’ Demand For Liquidity”. *Review of Financial Economics*. 15. 289-304.
- Crotty, J. (2003). “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era”. *Review of Radical Political Economics*. 35 (3). 271-279.
- Çakmak, A. (2005). *Finansal Liberalizasyon Politikalarının Türkiye’deki Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Konya.
- Çetintaş, H. (2003). “Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme”. *I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. 28. Mart. 141-153.
- Çil, E. Ö. (2009). “Küresel Mali Kriz ve Latin Amerika Ekonomileri”. *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*. 32. 17-24. Erişim: 04 Ekim 2017. <http://www.mfa.gov.tr/sayi-xxxii.tr.mfa>
- Davis, L. E. (2013). “Financialization and the Nonfinancial Corporation: An Investigation of Firm Level Investment Behaviour in The U.S., 1971-2011”. *Working Paper, University of Massachusetts, Department of Economics*. 2013-08. 1-25.
- De Ceuster, M. J. K., Durinck, E., Laveren, E., ve Lodewyckx, J. (2000). “A survey into the use of derivatives by large non-financial firms operating in Belgium”. *European Financial Management*. 6 (3). 301-318.
- Delice, G., Doğan, A. ve Uzun, M. (2004). “Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 5 (1). 101-129.
- Demir, F. (2009). “Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets”. *Journal of Development Economics*. 88. 314-324.
- Devey, D. T. ve Lin, K. H. (2013). “Financialization: Causes, Inequality Consequences and Policy Implications”. *North Caroline Enstitute*. 17. 18 (1). 167-194.
- Devlin, R. ve F. Davis, R. (1995). “The Great Latin America Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment”. *Revista de Economia Política*. 15. 3 (59). Julhoseptembro. 117-142.
- Dura, C. (2009, Şubat). “Ekonomik Kriz Nedir, Özellikleri Nelerdir, Nasıl Gelişir?”. Erişim: 03 Ekim 2017. <http://www.cihandura.com/tr/makale/EKONOMIK-KRIZ-NEDIR-OZELLIKLERI-NELERDIR-NASIL-GELISIR-498>
- Egeli, H. A. ve Egeli, P. (2007). “İhracat-Milli Gelir İlişkisi: Asya Ülkeleri Üzerine Panel Veri Analizi”.
- Ekpu, V. ve Paloni, A. (2015). “Financialization, Business Lending and Profitability in the UK”. *Adam Smith Business School*. September. 1-22.
- Ergin, E. (2011). “İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse senedi geri Satın Alımı”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. Ocak. 66-74.
- Gobbin, N. and Mervelede, B. (2010). “The Russian Crisis: A Dept Perspective”. *Post-Communist Economies*. 12 (2). 141-163.

- Güngen, A. R. (2014). “Hazine Müsteşarlığı ve Borç Yönetimi: Finansallaşma Sürecinde Bir Kurumun Dönüşümü”. *Amme İdaresi Dergisi*. 47 (1). Mart. 1-21.
- Hatherly, D., ve Kretzschmar, G. (2011). “Capital and income financialization: accounting for the 2008 financial crisis”. *Accounting Forum*, 35(11), 209-216.
<https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfalar/KurulanKapananSirketistatistikleri.php> Erişim: 02.03.2019
- Kamuoyunu Aydınlatma Platformu, Erişim: 01.02.2019
<https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler>
- Kahveci, M. (2012). *Finansallaşma ve Ekonomik Kriz İlişkisi Bağlamında 2008 Krizinin İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Kaplan, C., Özmen, E. ve Yalçın, C. (2006). The Determinants and Implications of Financial Asset Holdings of Non-Financial Firms in Turkey: An Emprical Investigation”. *The Central Bank of the Republic of Turkey. Research and Monetary Policy Department Working Paper No:06/06* 1-48.
- Kaplanoğlu, E. (2005). *Temettü Politikası Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma*. Yüksek Lisans Tezi Pamukkale Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Denizli.
- Karabacak, M. (2011). “Türkiye’de Enflasyon, Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi”. *EconAnadolu 2011: Anadolu International Conference in Economic II*. June 15-17. 1-17.
- Karabıçak, M. (2002). “Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Ortaya Çıkan Yönelim ve Tepkiler”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*. 7 (1). 115-131.
- Karataş, T. (2011). *Küreselleşme Süresince Finans Kapitalin Yükseliş ve 2007-2009 Dünya Ekonomik Krizi*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Kırcaloğlu, G. E. (2008). *İktisadi Küreselleşme Süreci İçinde Ülkelerarası Kaynak Aktarım Mekanizmalarının Analizi; Türkiye Örneği*. Doktora Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Koç, A. (2013). *Dünyada Finansallaşma Süreci ve Türkiye Deneyimi*. Doktora Tezi. Çukurova Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Adana.
- Koepke, R. (2012). “IIF Capital Flows User Guide”. *Institute Of International Finance*. 1-9.
- Krippner, G. R. (2005). “The financialization of the American economy”. *Socio-Economic Review*. 3. 173-208.
- Lapavitsas, C. (2011). “Theorizing Financialization”. *Work, Employment and Society*. 25 (4). 611-626.
- Lazonick, W. ve O’Sullivan, M. (2010). “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”. *Economy and Society*. 29 (1). 13-35.

- M. Bodnar, G., Hayt, G. S. ve Marston, R. C (1996). “1995 Wharton Survey of Derivatives Usage by US Non-Financial Firms”. *Financial Management Association International*. 25 (4).113-133.
- Mangır, F. (2006). “Finansal Deregölasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 16. 459-472.
- Milberg, W. (2008). “Shifting sources and uses of profits: sustain US financialization with global value chains”. *Economy and Society*. 37 (3). 420-451.
- Mishkin, F. S. (2001). “Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”. *National Bureau of Economic Research NBER Working Paper 8087*. January. 1-40.
- Obadan, M. I. (2006). “Globalization of Finance and The Challenge of National Financial Sector Development”. *Journal of Asian Economics*. (17). 316-332.
- Ongun, M. T. (2012). “1980’lerden Küresel Krize Dünya Ekonomisi”. *Ekonomik Yaklaşım*. 23. Özel Sayı. 39-76.
- Orhangazi, Ö. (2008). “Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector:Atheoretical and empirical investigation on the US economy:1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*. 32. 863-886.
- Orhangazi, Ö. (2008a). *Financialization and US Economy*. Cornwall: MPG.
- Oruç, S. ve Turgut, A. (2014). “Finansal derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi”. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. Dr. Mehmet Yıldız Özel Sayısı. 109-118.
- Önder, İ. (2009). “Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. (42). 12-25.
- Özdemir, Z. (2005). “Bilanço Yapısı İtibarıyla Türk Bankacılık Sistemi”. İstanbul Üniv. İktisat Fak. Sosyal Siyaset Konferansları. 50. Kitap. Prof. Dr. Nevzat Yalçıntaş’a armağan özel sayısı. İstanbul. 867-899.
- Özdeveci, M. (2002). “Krizin İşletmelerin Yönetmel ve Örgütsel Yapısı Üzerindeki Olumsuz Etkileri ve Kayseri Sanayi İşletmelerinde Yapılan Bir Araştırma” *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. (19). Temmuz-Aralık 2002. 93-114.
- Palley T. I. (2013). “Financialization: What It Is and Why It Matters”. *Finance-led Capitalism: Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Metropolis-Verlag: Marburg. 29-60.
- Philippon, T. (2008). “The Evolution of The US Financial Industry from 1860 to 2007: Theory and Evidence”. *New York University*. NBER. CPER. November.
- Sancar, C. (2010). “Finansal Serbestleşme Sonrasında Latin Amerika, Meksika, Güneydoğu Asya ve Türkiye’de Yaşanan Krizler, Nedenleri ve Uygulanan IMF Tipi İstikrar Programlarının Sonuçları”. Halil Seyidoğlu’na Armağan Finansal Kriz Yazıları, Edition: 1, Chapter: Uluslararası İktisat- Dünya Ekonomisi Yazıları, Publisher: Nobel Yayın Dağıtım, Editors: İrfan Kalaycı, 2010. pp. 421-454.

- Soto, M. (2009). "System GMM estimation with a small sample". *Barcelona Economics Working Paper Series Working Paper n^o 365*. Haziran. 1-27.
- Sungur, N. (1999). "Asya Krizinin Temel Dinamikleri". *M.Ü. AT Enstitüsü Avrupa Araştırmaları Dergisi*. 7 (1-2). 203-211.
- Szunke, A. (2014). "The Role of Financialization in banking Instability". *Journal of Economics & Management*. 16. 98-111.
- Tatoğlu, F. Y. (2018) *İleri Panel Veri Analizi-Stata Uygulamalı*, 3. Baskı, İstanbul: Beta.
- T.C. Kalkınma Bakanlığı. Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri. *Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü*. Erişim:15 Nisan 2019. http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/RUSYA_Krizi_ve_Turkiye_Uzerine_Muhtemel_Etkileri.pdf
- The Russian Crisis* (1998). Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) and the United Nations Economic Commission for Europe (UNECE). October.
- Tellalbaş, I. (2011). *Sermaye Birikimi ve Finansallaşma Türkiye Örneği*. Doktora Tezi. Kadir Has Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Tellalbaş, I. ve Kaya, F. (2013). "Financialization of Turkey Industry Sector". *International Journal of Financial Research*. 4 (3). 127-143.
- Turan, Z. (2011). "Dünyadaki ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi". *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*. 4(1). 56-80.
- Turgut, A. (2007). "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler". *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*. 20 (4-5). Kasım 2006-Şubat 2007. 35-46.
- Uslu, K. ve Gündoğdu, A. (2011). "Küresel Finansallaşmanın Türkiye'deki Bankaların Finansal Faaliyetlerine ve Bireyler Üzerine Etkileri". *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. XXXI (II). 145-164.
- Üzar, U. (2014). *Türkiye'de Finansallaşma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Yavaş, H. (2007). *1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler, Finansal Kriz Modelleri ve Çözüm Önerileri*. Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Yaz, H. F. (2014). *Wald Testi*. Ekonometrik Teori Dersi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Yazıcıoğlu, İ. ve Koç, H. (2009). "Aile İşletmelerinin Kurumsallaşma Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Karşılaştırmalı Bir Araştırma". *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. (21). 497-507.
- Yeldan, E. (2009). "Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?". *Çalışma ve Toplum Dergisi*. (1). 11-28.
- Yetiz, F. (2008). *Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Türk Finans Sistemi*. Yüksek Lisans Tezi. Çukurova Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Adana.

- Yılmaz, E. ve Aslan, T. (2016). “Finansal Risklerin Yönetilmesinde Türev Ürünlerin Kullanımı: Borsa İstanbul (Bist) 100 Endeksi’ndeki Şirketler Üzerine Bir Araştırma”. *İşletme Araştırmaları Dergisi*. 8/1. 663-678.
- Yılmaz, M K. ve Kurun, E. (2007). “The Impact of Derivatives on Financial Stability in Turkish Economy Evidence From The İstanbul Stock Exchange and TurkDEX”. *International Research Journal and Finance and Economics*. 9. 180-200.
- Yiğenoğlu, K. (2016). “Finansallaşma ve Gelir Dağılımı”. *Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*. 56. Temmuz-Ağustos. 513-530.
- Yürekli, Ö. (2004). *Ekonomik Krizler Açısından Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri ve Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Isparta.
- Zeren. F. ve Ergun. S. (2010). “AB’ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: Dinamik Panel Veri Analizi”. *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*. 1 (4). 67-83.

EKLER

1.EK: İkinci Bölümde Grafik Analizlerinde Kullanılan BIST'e Kayıtlı Firmaların Listesi

NO	FİRMA KODU	FİRMA ADI	NO	FİRMA KODU	FİRMA ADI
1	AVOD	AVOD KURUTULMUŞ GIDA	128	KAPLM	KAPLAMİN
2	ACSEL	ACISELSAN ACIPAYAM	129	KRDM A	KARDEMİR
3	ADANA	ADANA ÇİMENTO	130	KRDMB	KARDEMİR
4	ADBGR	ADANA ÇİMENTO	131	KRDM D	KARDEMİR
5	ADNAC	ADANA ÇİMENTO	132	KAREL	KAREL ELEKTRONİK
6	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	133	KARSN	KARSAN
7	ADESE	ADESE ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ	134	KRTEK	KARSU TEKSTİL
8	AFYON	AFYON ÇİMENTO	135	KRSAN	KARSUSAN
9	AKENR	AKENERJİ	136	KARTN	KARTONSAN
10	AKCNS	AKCANSA	137	KATMR	KATMERCİLER
11	ATEKS	AKIN TEKSTİL	138	KENT	KENT GIDA
12	AKSA	AKSA	139	KERTV	KEREVİTAŞ GIDA
13	AKSEN	AKSA ENERJİ	140	KLMSN	KLİMASAN
14	AKSUE	AKSU ENERJİ	141	KNFRT	KONFRUT GIDA
15	ALCAR	ALARKO CARRIER	142	KONYA	KONYA ÇİMENTO
16	ALCTL	ALCATEL LUCENT TELETAS TELEKOMÜNİKASYON	143	KORDS	KORDSA
17	ALKA	ALKIM KAĞIT	144	KOZAL	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ
18	ALKIM	ALKIM KİMYA	145	KOZAA	KOZA ANADOLU METAL
19	ALYAG	ALTINYAĞ KOMBİNALARI	146	KRSTL	KRİSTAL KOLA
20	AYCES	ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLER	147	KRONT	KRON TELEKOMÜNİKASYON
21	ANACM	ANADOLU CAM	148	KSTUR	KUŞTUR KUŞADASI TURİZM
22	AEFES	ANADOLU EFES	149	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN

23	ASUZU	ANADOLU ISUZU	150	LINK	LİNK BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ
24	ARCLK	ARÇELİK	151	LOGO	LOGO
25	ARENA	ARENA	152	LUKSK	LÜKS KADİFE
26	ARMDA	ARMADA	153	MAKTK	MAKİNA TAKIM
27	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	154	MRDIN	MAKİNA TAKIM
28	ASELS	ASELSAN	155	MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS
29	ASLAN	ASLAN ÇİMENTO	156	MRSHL	MARSHALL
30	AVTUR	AVRASYA PETROL VE TURİSTİK TESİSLER	157	MARTI	MARTI OTEL İŞLETMELERİ
31	AYEN	AYEN ENERJİ	158	MAVI	MAVİ
32	AYES	AYES AKDENİZ	159	MEGAP	MEGA POLİETİLEN KÖPÜK
33	AYGAZ	AYGAZ	160	MNDRS	MENDERES TEKSTİL
34	BAGFS	BAGFAS	161	MEMSA	MENSA MENSUCAT
35	BAKAB	BAKAB AMBALAJ	162	MERIT	MERİT TURİZM
36	BALAT	BALATACILAR BALATACILIK	163	MERKO	MERKO GIDA
37	BNTAS	BANTAŞ	164	METAL	METAL GAYRİMENKUL
38	BANVT	BANVİT	165	METUR	METEMTUR OTELCİLİK VE TURİZM
39	BASCM	BAŞTAŞ BAŞKENT ÇİMENTO	166	MEPET	MEPET METRO PETROL VE TESİSLERİ
40	BTCIM	BATI ÇİMENTO	167	MGROS	MİGROS
41	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	168	MIPAZ	MİLPA TİCARİ VE SİNAİ ÜRÜNLER
42	BRKSN	BERKOSAN	169	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN
43	BEYAZ	BEYAZ FİLO KİRALAMA	170	NETAS	NETAŞ
44	BLCYT	BİLİCİ YATIRIM	171	NIBAS	NİĞBAŞ
45	BIMAS	BİM	172	NUHC M	NUH ÇİMENTO
46	BRKO	BİRKO BİRLEŞİK KOYUNLULULAR	173	ODAS	ODAŞ
47	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	174	OLMIP	OLMUKSAN
48	BİZİM	BİZİM GIDA	175	ORMA	ORMA ORMAN MAHSULLERİ

49	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	176	OTKAR	OTOKAR
50	BMELK	BOMONTİ ELEKTRİK	177	OYLUM	OYLUM SİNAİ
51	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	178	OZBAL	ÖZBAL ÇELİK BORU
52	BFREN	BOSCH FREN	179	OZRDN	OZERDEN PLASTİK
53	BOSSA	BOSSA	180	PRKME	PARK ELEKTRİK
54	BRISA	BRISA	181	PARSN	PARSAN
55	BURCE	BURÇELİK	182	PGSUS	PEGASUS
56	BURVA	BURÇELİK VANA	183	PENGD	PENGUEN GIDA
57	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	184	PSDTC	PERGAMON-STATUS
58	CRFSA	CARREFOURSA	185	PETKM	PETKİM
59	CCOLA	COCA COLA İÇECEK	186	PKENT	PETROKENT TURİZM
60	CLEBI	ÇELEBİ YER HİZMETLERİ	187	PETUN	PINAR ET
61	CELHA	ÇELİK HALAT	188	PINSU	PINAR SU
62	CEMAS	ÇEMAŞ	189	PNSUT	PINAR SÜT
63	CEMTS	CEMTAS	190	PKART	PLASTİKKART AKILLI KART
64	CMBTN	ÇİMBETON	191	POLTK	POLİTEKNİK METAL SANAYİ
65	CMENT	ÇİMENTAŞ	192	PRZMA	PRİZMA PRES MATBAACILIK
66	CIMSA	CIMSA	193	RYSAS	REYSAŞ LOJİSTİK
67	CUSAN	ÇUHADAROĞLU METAL	194	RODRG	RODRİGO TEKSTİL
68	DAGI	DAGI GİYİM	195	ROYAL	ROYAL HALI İPLİK
69	DARDL	DARDANEL	196	RTALB	RTA LABORATUVARLARI
70	DGATE	DATAGATE BİLGİSAYAR	197	SAFKR	SAFKAR EGE SOĞUTMACILIK
71	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	198	SANFM	SANİFOAM
72	DENCM	DENİZLİ CAM	199	SANKO	SANKO PAZARLAMA
73	DERIM	DERİMOD	200	SAMAT	SARAY MATBAACILIK
74	DESA	DESA DERİ	201	SARKY	SARKUYSAN
75	DESPC	DESPEC	202	SASA	SARKUYSAN
76	DEVA	DEVA HOLDİNG	203	SAYAS	SAY REKLAMCILIK
77	DIRIT	DİRİLİŞ TEKSTİL	204	SEKUR	SEKURO PLASTİK
78	DITAS	DİTAŞ DOĞAN	205	SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU
79	DOCO	DO&CO	206	SELGD	SELÇUK GIDA

80	DOBUR	DOĞAN BURDA	207	SERVE	SERVE KIRTASIYE
81	DGKLB	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA	208	SEYKM	SEYİTLER KİMYA
82	DOGUB	DOGUSAN	209	SILVR	SILVERLINE ANKASTRE
83	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV	210	SODA	SODA SANAYİ
84	DOKTA	DÖKTAŞ DÖKÜMCÜLÜK	211	SODSN	SODAŞ SODYUM
85	DURDO	DURAN DOĞAN	212	SKTAS	SÖKTAŞ
86	DYOBY	DYO	213	SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU
87	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	214	SUMAS	SUMAS SUNİ TAHTA VE MOBİLYA
88	EGGUB	EGE GÜBRE	215	SOKM	ŞOK
89	EGPRO	EGE PROFİL	216	TBORG	T. TUBORG
90	EGSER	EGE SERAMİK	217	TACTR	TAÇ TARIM ÜRÜNLERİ
91	EPLAS	EGEPLAST	218	TATGD	TAT GIDA
92	EKIZ	EKİZ KİMYA	219	TKURU	TAZE KURU GIDA
93	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	220	TEKTU	TEK-ART TURİZM
94	EMNIS	EMİN İŞ AMBALAJ	221	TKNSA	TEKNOSA
95	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ	222	TMPOL	TE-MAPOL POLİMER PLASTİK
96	ERBOS	ERBOSAN	223	TGSAS	TGS DIŞ TİCARET
97	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	224	TOASO	TOFAŞ
98	ERSU	ERSU GIDA	225	TLMAN	TRABZON LİMAN İŞLETMECİLİĞİ
99	ESCOM	ESCORT COMPUTER	226	TRKCM	TRAKYA CAM
100	ETILR	ETİLER GIDA	227	TUCLK	TUĞÇELİK
101	FMIZP	F.M. İZMİT PİSTON	228	TUKAS	TUKAS
102	FONET	FONET BİLGİ TEKNOLOJİLERİ	229	TCELL	TURKCELL
103	FROTO	FORD OTOSAN	230	TMSN	TÜMOSAN
104	FORMT	FORMET ÇELİK KAPI	231	TUPRS	TUPRAŞ
105	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	232	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI
106	GEDZA	GEDİZ AMBALAJ	233	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN
107	GENTS	GENTAŞ	234	TTKOM	TÜRK TELEKOM
108	GEREL	GERSAN ELEKTRİK	235	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
109	GOODY	GOOD YEAR	236	ULAS	ULAŞLAR TURİZM
110	GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO	237	ULUSE	ULUSOY ELEKTRİK
111	GSDDE	GSD MARİN	238	ULUUN	ULUSOY UN

112	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI	239	USAK	UŞAK SERAMİK
113	HATEK	HATEKS	240	UTPYA	UTOPYA TURİZM
114	HEKTS	HEKTAŞ	241	UZERB	UZERTAŞ BOYA
115	HURGZ	HÜRRİYET GAZETESİ	242	ULKER	ÜLKER BİSKUVİ
116	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	243	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
117	IHGZT	İHLAS GAZETECİLİK	244	VAKKO	VAKKO
118	INDES	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ	245	VANGD	VANET GIDA
119	INTEM	İNTEMA İNŞAAT	246	VESTL	VESTEL
120	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	247	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA
121	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK	248	VKING	VİKİNG KAĞIT
122	IZTAR	İZ HAYVANCILIK TARIM VE GIDA	249	YAPRK	YAPRAK SÜT VE BESİ
123	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	250	YATAS	YATAŞ
124	IZFAS	İZMİR FIRÇA	251	YBTAS	YİBİTAŞ
125	IZOCM	İZOCAM	252	YONGA	YONGA MOBİLYA
126	JANTS	JANTSA	253	YUNSA	YÜNSA
127	KFEIN	KAFEİN YAZILIM	254	ZOREN	ZORLU ENERJİ

2.EK: Üçüncü Bölümde Ekonometrik Analizde Kullanılan BIST'e Kayıtlı İmalat Sanayi Firmalarının Listesi

NO	FİRMA KODU	FİRMA ADI	NO	FİRMA KODU	FİRMA ADI
1	ACSEL	ACISELSAN ACIPAYAM	80	HATEK	HATEKS
2	ADANA	ADANA ÇİMENTO	81	HEKTS	HEKTAŞ
3	ADBGR	ADANA ÇİMENTO	82	HURGZ	HÜRRİYET GAZETESİ
4	ADNAC	ADANA ÇİMENTO	83	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ
5	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	84	IHGZT	İHLAS GAZETECİLİK
6	AFYON	AFYON ÇİMENTO	85	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
7	AKCNS	AKCANS	86	IZFAS	İZMİR FIRÇA
8	ATEKS	AKIN TEKSTİL	87	IZOCM	İZOCAM
9	AKSA	AKSA	88	JANTS	JANTSA
10	ALCAR	ALARKO CARRIER	89	KAPLM	KAPLAMİN
11	ALKIM	ALKİM KİMYA	90	KRDMA	KARDEMİR
12	ALKA	ALKİM KAĞIT	91	KRDMD	KARDEMİR
13	ALYAG	ALTINYAĞ KOMBİNALARI	92	KARSD	KARDEMİR
14	ANACM	ANADOLU CAM	93	KARSN	KARSAN
15	AEFES	ANADOLU EFES	94	KRTEK	KARSU TEKSTİL
16	ASUZU	ANADOLU ISUZU	95	KRSAN	KARSUSAN
17	ARCLK	ARÇELİK	96	KARTN	KARTONSAN
18	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	97	KATMR	KATMERCİLER
19	ASLAN	ASLAN ÇİMENTO	98	KENT	KENT GIDA
20	AYES	AYES AKDENİZ	99	KERVİT	KEREVİTAŞ GIDA
21	AYGAZ	AYGAZ	100	KLMSN	KLİMASAN
22	BAGFS	BAGFAS	101	KNFRT	KONFRUT GIDA
23	BAKAB	BAKAB AMBALAJ	102	KONYA	KONYA ÇİMENTO
24	BANVT	BANVİT	103	KORDS	KORDSA
25	BASCM	BAŞTAŞ BAŞKENT ÇİMENTO	104	KRSTL	KRİSTAL KOLA
26	BTCIM	BATI ÇİMENTO	105	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN
27	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	106	LUKSK	LÜKS KADİFE
28	BRKSN	BERKOSAN	107	MAKTK	MAKİNA TAKIM

29	BLCYT	BİLİCİ YATIRIM	108	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO
30	BRKO	BİRKO BİRLEŞİK KOYUNLULULAR	109	MRSHL	MARSHALL
31	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	110	MEGAP	MEGA POLİETİLEN KÖPÜK
32	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	111	MNDRS	MENDERES TEKSTİL
33	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	112	MERKO	MERKO GIDA
34	BFREN	BOSCH FREN	113	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN
35	BOSSA	BOSSA	114	NIBAS	NİĞBAŞ
36	BRISA	BRISA	115	NUHCM	NUH ÇİMENTO
37	BURCE	BURÇELİK	116	OLMIP	OLMUKSAN
38	BURVA	BURÇELİK VANA	117	ORMA	ORMA ORMAN MAHSULLERİ
39	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	118	OTKAR	OTOKAR
40	CCOLA	COCA COLA İÇECEK	119	OZBAL	ÖZBAL ÇELİK BORU
41	CELHA	ÇELİK HALAT	120	PARSN	PARSAN
42	CEMAS	ÇEMAŞ	121	PENGDD	PENGUEN GIDA
43	CEMTS	CEMTAS	122	PETKM	PETKİM
44	CMBTN	ÇİMBETON	123	PETUN	PINAR ET VE UN
45	CMENr	ÇİMENTAŞ	124	PINSU	PINAR SU
46	CIMSA	CIMSA	125	PNSUT	PINAR SÜT
47	DAGI	DAGİ GİYİM	126	PRZMA	PRİZMA PRES MATBAACILIK
48	DARDL	DARDANEL	127	SANFM	SANİFOAM
49	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	128	SAMAT	SARAY MATBAACILIK
50	DENCM	DENİZLİ CAM	129	SARKY	SARKUYSAN
51	DERIM	DERİMOD	130	SASA	ADVANSA SASA
52	DESA	DESA DERİ	131	SELGD	SELÇUK GIDA
53	DEVA	DEVA HOLDİNG	132	SERVE	SERVE KIRTASIYE
54	DIRIT	DİRİLİŞ TEKSTİL	133	SILVR	SILVERLINE ANKASTRE
55	DITAS	DİTAŞ DOĞAN	134	SODA	SODA SANAYİ
56	DOBUR	DOĞAN BURDA	135	SKTAS	SÖKTAŞ
57	DGKLB	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA	136	SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU

58	DOGUB	DOGUSAN	137	TATGD	TAT GIDA
59	DOKTA	DÖKTAŞ DÖKÜMCÜLÜK	138	TOASO	TOFAŞ
60	DURDO	DURAN DOĞAN	139	TRKCM	TRAKYA CAM
61	DYOBY	DYO	140	TUKAS	TUKAS
62	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	141	TMSN	TÜMOSAN
63	EGGUB	EGE GÜBRE	142	TUPRS	TUPRAŞ
64	EGPRO	EGE PROFİL	143	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN
65	EGSER	EGE SERAMİK	144	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
66	EPLAS	EGEPLAST	145	TBORG	T. TUBORG
67	EKIZ	EKİZ KİMYA	146	USAK	UŞAK SERAMİK
68	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	147	ULKER	ÜLKER BİSKUVİ
69	EMNIS	EMİN İŞ AMBALAJ	148	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
70	ERBOS	ERBOSAN	149	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA
71	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	150	VESTL	VESTEL
72	FMIZP	F.M. İZMİT PİSTON	151	VKING	VİKİNG KAĞIT
73	FROTO	FORD OTOSAN	152	YATAS	YATAŞ
74	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	153	YBTAS	YİBİTAŞ
75	GENTS	GENTAŞ	154	YONGA	YONGA MOBİLYA
76	GEREL	GERSAN ELEKTRİK	155	YUNSA	YÜNSA
77	GOODY	GOOD YEAR			
78	GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO			
79	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI			

ÖZGEÇMİŞ

Arzu ÇİRLİ 22 Ocak 1981 yılında Kayseri’de doğdu. 1999 yılında Kayseri Lisesi’nden, 2005 yılında Erciyes Üniversitesi İktisadi ve Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü’nden mezun oldu. 2006 yılından 2008 Ağustos’a kadar Balıkesir Üniversitesi’nde memur olarak görev yaptı. Sonrasında 2009 Ağustos’a kadar T.C. Ziraat Bankası Kayseri Şubesi Kambiyo Servisi’nde görev yaptı. 2009 Ağustos’dan 2015 Ağustos’a kadar Tarım ve Kırsal Kalkınmayı Destekleme Kurumu Amasya İl Koordinatörlüğü’nde uzman olarak görev yaptı. Daha sonrasında Nevşehir İl Koordinatörlüğü’nde uzman olarak görev yaptı. Halen göreve devam etmektedir.

İletişim Bilgileri:

E mail: arzucirli@hotmail.com.tr

