İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE'DE FİNANSALLAŞMA VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Umut ÜZAR

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Programı

MAYIS 2014

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE'DE FİNANSALLAŞMA VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Umut ÜZAR

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Programı

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Derya GÜLTEKİN KARAKAŞ

MAYIS 2014

İTÜ, Sosyal Bilimleri Enstitüsü'nün 412101021 numaralı Yüksek Lisans Öğrencisi Umut ÜZAR, ilgili yönetmeliklerin belirlediği gerekli tüm şartları yerine getirdikten sonra hazırladığı "TÜRKİYE'DE FİNANSALLAŞMA VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ" başlıklı tezini aşağıda imzaları olan jüri önünde başarı ile sunmuştur.

Tez Danışmanı :
Doç. Dr. GÜLTEKİN KARAKAŞ…….
İstanbul Teknik Üniversitesi

Eş Danısman :
Prof.Dr. Oktay TAŞ……
İstanbul Teknik Üniversitesi

Jüri Üyeleri :
Prof. Dr. Fuat ERCAN .....
Marmara Üniversitesi

Doç. Dr. İpek İLKKARACAN AJAS..... …….
İstanbul Teknik Üniversitesi

Yrd. Doç. Dr. Sevil ACAR AYTEKİN .....
İstanbul Kemerburgaz Üniversitesi

Teslim Tarihi: 05.05.2014
Savunma Tarihi: 30.05.2014

ÖNSÖZ

Yüksek Lisans öğrenimim sırasında ve tez çalışmalarım boyunca gösterdiği her türlü destek ve yardımdan dolayı çok değerli danışman hocam Doç.Dr. Derya GÜLTEKİN KARAKAŞ'a ve tez çalışmam boyunca yardımlarını esirgemeyen tez ikinci danışmanım Sayın hocam Prof. Dr. Oktay TAŞ'a en içten dileklerimle teşekkür ederim.

Yüksek Lisans çalışmam boyunca daima yanımda olan aileme sonsuz teşekkürler.

Mayıs 2014 **Umut ÜZAR**

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖNSÖZ v
İÇİNDEKİLER vii
KISALTMALAR ix
ÇİZELGE LİSTESİ xi
ŞEKİL LİSTESİ xiii
ÖZET xv
SUMMARY xvii
1. GİRİŞ 1
2. EKONOMİK BÜYÜME VE FİNANSALLAŞMA……..7
2.1 Ekonomik Büyüme ……7
2.2 Üretim Fonksiyonu ve Büyümenin Kaynakları ……..8
2.2.1 Üretim ve üretim fonksiyonu ……..8
2.2.2 Büyümenin kaynakları ve erken kapitalistleşen ülke deneyimleri……..9
2.2.2.1 Sermaye birikimi ……...12
2.2.2.2 İş gücünde artış ……13
2.2.2.3 Teknolojik Gelişme ……...14
2.3 Neo-Klasik İktisadi Çerçevede Büyüme ve Finansallaşma ……...15
2.4 Finansallaşma Konusunda Alternatif Analizler ……17
3. LİTERATÜRDE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ GEÇ KAPİTALİSTLEŞEN ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ ……21
3.1 Uluslararası Literatür ……21
3.2 Türkiye Üzerine Literatür ……..24
4. TÜRKİYE'DE ÜRETKEN SERMAYE OLUŞUM SÜRECİNİN BİR BİLEŞENİ OLARAK YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ ……...33
4.1 1923-1960: Üretken Sermaye Öncesi Dönem–Kapitalizmin İnşa Yılları ……35
4.2 1960-2000'ler: Üretken Sermaye Dönemi ……...……..38
4.2.1 1960-1979: İç pazara yönelik birikim – İthal ikameci sanayileşme stratejisi ……38
4.2.2 1980 sonrası dışa yönelik birikim: dünya pazarları ile artan bütünleşme...43
4.2.2.1 1980-1990: İhracata yönelik sanayileşme stratejisi……43
4.2.2.2 1990-2000: Uluslararası para sermayeyi içselleştirme süreci ……46
4.2.2.3 2000'ler: Üretken sermayenin derinleşme dönemi ve yüksek katma değerli üretime geçiş çabası ……..……56
5.FİNANSALLAŞMA SÜRECİNDE ÜRETKEN SERMAYENİN SERMAYE PİYASALARI VE DIŞ KAYNAKLARDAN ARTAN FON KULLANIMI …...69
5.1 Giriş ……...…69
5.2 BIST'in Gelişim Süreci ……..……70
5.2.1 BIST'de faaliyet gösteren şirket sayısı ……..……71
5.2.2 BIST'de yıllık işlem hacmi ……...…….72

5.2.3 BIST'de toplam piyasa kapitalizasyonu ……73
5.3 Uluslararası Para Sermayenin İçselleştirilmesi ve Üretken Sermayenin Gelişim Süreci: Ödemeler Bilançosu Hesapları Üzerinden Bir Değerlendirme ...…….74
6. EKONOMETRİK ANALİZ ……...87
6.1 Veri Seti ve Metodoloji ……..87
6.2 Birim Kök Testi ……..…89
6.3 Granger Nedensellik Testi ……...…..92
6.4 Ekonometrik Analiz Sonuçları (EKKY) ……...99
7. SONUÇ……....107
KAYNAKLAR 113
ÖZGEÇMİŞ 119

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri
ADF: Genişletilmiş Dickey Fuller
AR-GE: Araştırma Geliştirme
BDDK: Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu
BIST: Borsa İstanbul
DİBS: Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT: Devlet Planlama Teşkilatı
DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EKKY: En Küçük Kareler Yöntemi
GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF: Uluslararası Para Fonu
IMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İİS: İthal İkameci Sanayileşme
KPSS: Kwiatkowski-Phillps-Schmidt-Shin
MPK: Sermayenin Marjinal Ürünü
MPL: Emeğin Marjinal Ürünü
PP: Philips-Perron Test
SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
TL: Türk Lirası
TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu
VAR: Vektör Ardışık Bağlanım

ÇİZELGE LİSTESİ

Sayfa

Çizelge 3.1: Uluslararası ve Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmaların Özeti ……...28
Çizelge 4.1: Plan Dönemlerine (1963-1977) Göre Sermayenin Dış Kaynakları, Milyon Dolar ……..……..40
Çizelge 4.2: 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası'ndan Yararlanan Ortaklıklara İlişkin Bazı Veriler, 31 Aralık 1980 .……42
Çizelge 4.3: Türkiye'nin Dış Ticaret ve Dış Borç Göstergeleri, 1978/79-1988, Milyon Dolar ……..……..……45
Çizelge 4.4: 1980 ve 1990'lı Yıllarda Geç Kapitalistleşen Ülkelere Net Sermaye Girişinin Türlerine Göre Dağılımı (%) ..……47
Çizelge 4.5: Doğrudan Yabancı Yatırımların Erken ve Geç Kapitalistleşen Ülkeler Arasındaki Dağılımı (milyar dolar), 1990-2000 54
Çizelge 4.6: Seçilmiş Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (Milyon Dolar), 1990-2000 …….....55
Çizelge 4.7: Türkiye Cari İşlemler Hesabı (Milyar dolar),2000-2012 ……..57
Çizelge 4.8: Türkiye'de 100 Büyük Şirketin Sektörel Dağılımı, 1970-2005 ……59
Çizelge 4.9: Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Ortalama Portföy Büyüklüğü ve Ağırlığı, İşlem Hacmi ve Hisse Senedi Elde Tutma Süreleri, 2008-2012 ……...62
Çizelge 4.10:Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımı, 2008-2012, (Milyon Dolar) ……..……65
Çizelge 5.1: Finans kesimi dışındaki şirketlerin döviz varlık ve yükümlülükleri ….77
Çizelge 6 1: ADF Birim Kök Testi Sonuçları ……...90
Çizelge 6.2: PP Birim Kök Testi Sonuçları ……...91
Çizelge 6. 3: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları ……92
Çizelge 6.4: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (1.Gecikme) ……...93
Çizelge 6.5: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (2.Gecikme) ……...94
Çizelge 6.6: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (3.Gecikme) ……..……95
Çizelge 6. 7: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (4.Gecikme) ……..……96
Çizelge 6. 8: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (8.Gecikme) ……..……97
Çizelge 6.9: Granger Nedensellik Test Sonuçları ……98
Çizelge 6.10: Regresyon Modeli Sonuçları (Bağımlı değişken LGSYH) …….99
Çizelge 6.11: Regresyon Modeli Sonuçları (Bağımlı değişken LGSYH) ……...102

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa

Şekil 2.1: Finansal piyasaların ekonomik büyümeyi etkileme süreci ……...17
Şekil 4.1: Ödemeler Bilançosu Portföy Yatırımları Yükümlülükleri (milyon dolar), 1986-1999…….....……....49
Şekil 4.2: Ödemeler Bilançosu Kredi ve Mevduat Yükümlülükleri (milyon dolar), 1990-1999…….....……...50
Şekil 4.3: Bankalar ve Diğer Sektörlerce Alınan Uzun Vadeli Krediler (milyon dolar), 1990-1999 …….....……...51
Şekil 4.4: Bankalar ve Diğer Sektörlerce Alınan Kısa Vadeli Krediler (milyon dolar), 1990-1999 …….....…….52
Şekil 4.5: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (milyon dolar), 1990-1999 ...…….53
Şekil 4.6: Doğrudan Yabancı Yatırımların Erken ve Geç Kapitalistleşen Ülkeler Arasındaki Yüzde Dağılımı …….....54
Şekil 4.7: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (milyon dolar), 2000-2013 ...……..60
Şekil 4.8: Ödemeler Bilançosu Portföy Yatırımları Yükümlülükleri (milyon dolar), 2000-2013 …….....61
Şekil 4.9: Ödemeler Bilançosu Kredi ve Mevduat Yükümlülükleri (milyon dolar), 2000-2013 .....……...63
Şekil 4.10: Türkiye'de Doğrudan Sermaye Yatırımlarının Sektörler Bazında Yüzde Dağılımı .....……..66
Şekil 5.1: Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirket sayısı, 1986-2013 ……...…71
Şekil 5.2: Borsa İstanbul'da yıllık işlem hacmi (Milyon dolar), 2000-2013 ……....72
Şekil 5.3: Borsa İstanbul'da şirketlerin toplam piyasa kapitalizasyonu (Milyon dolar), 2000-2013 …….....……...73
Şekil 5.4: Özel Kesim Kısa Vadeli Dış Borç Stoğu, 2000-2013 .....……...……...74
Şekil 5.5: Özel Kesim Uzun Vadeli Dış Borç Stoğu, 2000-2013 ……75
Şekil 5.6: 1980-1997 Sanayi Üretim Değerleri (1987 Temel Fiyatlarıyla) ……..78
Şekil 5.7: 1986-2013 Sanayi Üretim Değerleri (1998 Temel Fiyatlarıyla, Milyar TL) …….....79
Şekil 5.8: Türkiye Sanayi Stratejileri Çerçevesi .....……...…81
Şekil 5.9: Türkiye'de Ar-Ge Harcamalarının GSYH'ye Oranı, 2001-2011 ...…….83
Şekil 5.10: İmalat Sanayi İhracatının Teknoloji Düzeyine Göre Dağılımı (%), 1996-2012 84

TÜRKİYE'DE FİNANSALLAŞMA VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

ÖZET

1960'lı yılların sonuyla erken kapitalistleşen ülkelerde ortaya çıkan aşırı birikim ve kar oranlarının düşme eğilimi, kapitalist sistemin ilişki ağını ve ulus devletlerin karşılıklı etkileşimini önemli ölçüde değiştirmiştir. 1970'li yıllarda petrol fiyatlarındaki artış ve maliyetlerin katlanması kar oranlarının düşme eğilimini derinleştirerek, iktisadi ve sosyal alanda bir paradigma değişimini beraberinde getirmiştir. Uluslararası kurumların ve akademik dünyanın da desteğini alan Arz Yanlı İktisat hızla yükselişe geçmiştir. Bu işleyiş çerçevesinde küreselleşme adı altında vücut bulan serbestleştirme ve özelleştirme hızlanmış; para, ticari ve üretken sermayenin uluslararasılaşması önündeki engeller kaldırılarak finansallaşma hızlandırılmıştır.

Erken kapitalistleşen ülkelerdeki sermayenin aşırı birikim olgusu ve geç kapitalistleşen ülkelerdeki birikim dinamikleri, küresel ve yerel koşulların ortak bir potada eritilmesini sağlamıştır. Bu bağlamda geç kapitalistleşen bir ülke olan Türkiye, 1960'lardan başlayarak günümüze kadar uluslararası sermaye akımlarını olabildiğince içselleştirmeye çalışmıştır. Bu artan finansallaşma süreciyle birlikte, Türkiye'deki iktisat yazınında da farklı yansımalar oluşmuştur. Bazı çalışmalar uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomiyi tamamen veya kısmen olumlu etkilediğini ifade ederken, özellikle ulusalcı kalkınmacı yazarların oluşturduğu grup, Türkiye'nin uluslararası sermaye hareketlerinin spekülatif oyun alanı haline geldiğini ifade etmektedir.

1980'li yıllarla birlikte kendini gösteren finansallaşma sürecinde Türkiye üretken sermaye oluşumunu desteklemek için daha fazla yabancı kaynağa ihtiyaç duymuş ve artan oranda doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımı, kredi ve mevduat içselleştirilmeye çalışılmıştır. 1990'lı yıllardan günümüze, içerilen uluslararası sermaye ve sermaye piyasalarına açılan şirket sayısındaki artış, büyüyen işlem hacmi ile şirketlerin piyasa değerleri, Türkiye'nin bu süreçte dış kaynaklara erişimin arttığının önemli kanıtlarıdır.

Bu tez, uluslararası sermaye akımlarının içselleştirilmesinin, Türkiye'de büyüme sürecini finanse etmede işlevsel olup olmadığı sorusuna yanıt aramıştır. Bu bağlamda, GSYH'nın doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatlarla olan ilişkisi araştırılmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları başta olmak üzere yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi desteklediği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar kelimeler: Finansallaşma, Türkiye, Yabancı sermaye akımları, Ekonomik büyüme.

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIALIZATION AND ECONOMIC GROWTH IN TURKEY

SUMMARY

By the end of 1960s, excessive accumulation of early capitalized countries and the tendency of the rate of profit to fall radically changed the capitalist system and the nation states' interaction. In 1970s, the rise of the oil price caused the profit crisis to go deeper and this development led the change of economic and social paradigm. Afterwards, neoliberal idea becomes popular. This idea gave rise to liberalization, privatization and globalization processes. Liberalization of finance, commerce and investment was carried out. financialization in the world is accelerated.

The case of accumulation of capital in early capitalized countries and the dynamics of accumulation in the capitalized countries, global and local conditions have led to integration of local and global conditions. In this context, Turkey which is a late capitalized country have tried to internalize l capital flows as possible from1960 onwards. In addition to this increasing financialization process, different reflections occurred in the economic literature of Turkey. Some studies express the positive effects of international capital movements on one hand, and on the other hand some scholars, especially those national developmentalism supporters, claim that Turkey has become a playing board for speculative capital movements.

Along with the increasing financialization in the 1980s, Turkey needed more foreign productive resources to support the capital formation. And increasing foreign direct investment has been attempted to try internalization the portfolio investment. The growth on inclusive international capital and number of companies that were opened up to capital markets, the growing trade volume and market values of companies are the significant evidence of Turkey's access to external sources.

In this study, it is aimed to answer the question of whether internalization of international capital flows is functional in financing economic growth in Turkey or not,. In this context, the relationship between GDP and foreign direct investments, portfolio investments, loans and deposits is investigated.

Keywords: Financialization, Turkey, Foreign capital flows, Economic growth.

1. GİRİŞ BÖLÜMÜ

1960'lı yılların sonlarından başlayarak erken kapitalistleşen ülkelerde baş gösteren kâr oranlarının düşme eğilimi, uluslararası kapitalist sistemin işleyişini ve ulusal ekonomiler arasındaki entegrasyon şekillerini köklü bir biçimde değişikliğe uğratmıştır. 1970'lerdeki petrol krizinin de ağırlaştırdığı bir sorun olarak azalan kâr oranlarını telafi etmek ve krizin aşılmasını sağlamak adına geçen süreçte hakim iktisat paradigması olan Keynesçilik yerini Arz Yanlı İktisat anlayışa bırakmıştır. Arz Yanlı paradigma, bu dönemle birlikte Keynesyen anlayışa ve onun getirisi olan sosyal devlet politikalarına karşı yoğun bir ideolojik saldırı başlatarak, krizin faturasını bu politikalara çıkarmıştır (Köymen, 2007, s:52). Böylece, IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların ve aynı zamanda akademik dünyanın da desteğini alan Arz Yanlı İktisat paradigması hızla yükselişe geçmiştir. Bu yaklaşım çerçevesinde serbestleştirme, özelleştirme ve uluslararasılaşma hızlandırılarak, mali, ticari ve yatırım liberalizasyonu global ölçekte hayata geçirilmiştir (Türkay, 2009, s:21). Bu düzenlemelerle piyasanın belirleyiciliğinin artırılması amaçlanmış ve bu çerçevede dışa açık bir yapı kurulması yönünde düzenlemeler hayata geçirilmiştir. Bir bütün olarak Arz Yanlı politikalar, emeğin ücret, sosyal hak, sendikalaşma vb. alanlarda mevzi kaybını getirerek, eğitim, sağlık vb. kamusal alanları sermaye için yeni birer değerlenme alanı kılarak ve ayrıca, sermayenin uluslararası hareketliliği önündeki engelleri kaldırarak, azalan kâr oranlarının telafisi için gerekli koşulları sağlama amacına hizmet etmiştir. Arz Yanlı paradigmanın gerek ulusal gerekse uluslararası konjonktürde gördüğü kabul, küreselleşme kavramı üzerinden vücut bulmuştur. Bu süreçle birlikte geç kapitalistleşen ülkeler piyasalarını serbestleştirmeye ve böylece ulusal pazarlarının uluslararası pazarlarla bütünleşmesini hızlandırmaya çabalamışlardır. Neticesinde, uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kaldırılmasıyla, yabancı sermayenin ulusal pazarlara girişi kolaylaştırılmış, hareket kabiliyeti ile yayıldığı alan genişlemiştir.

Bu bağlamda, 1970'lerle birlikte öncelikle erken kapitalistleşen ülkeler daha sonra da geç kapitalistleşen ülkeler, uluslararası sermaye hareketleri önündeki engelleri

kaldırma yoluna gitmişlerdir. Finansal piyasaların serbestleştirilmesiyle, erken kapitalistleşmiş ülkelerde birikmiş bulunan aşırı sermaye küresel ölçekte yüksek getiri elde etmeye yönelirken, geç kapitalistleşen ülkeler ise büyüme ve kalkınma önündeki döviz biçiminde sermaye eksikliği engelini, serbestleştirilen uluslararası finans piyasalarında, giderek daha fazla özel finans kuruluşlarından fon sağlayarak gidermeye çalışmışlardır (İpek ve Karahan, 2013, s:1).

Sermayenin küresel ölçeğe yayılma ve saçılma sürecinin önünü açan Arz Yanlı politikalar doğrultusunda hayata geçirilen dış finansal serbestleşme için, McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'ın ortaya koyduğu finansal baskı (financial repression) yaklaşımı önemli bir teorik dayanak olmuştur. Bu teoriye göre, ülkelerin finansal piyasalarda uyguladığı katı, müdahaleci politikalardan dolayı, reel faiz oranları negatif seviyelere düşmekte ve bu da yurtiçi tasarrufları azaltmaktadır. Tasarrufların azalmasıyla birlikte, yatırımlara yönelen fonlar azalmakta ve bu da kaynak dağılımını olumsuz etkilemektedir. Buna göre, ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirmesiyle sermayenin, getirisinin düşük olduğu erken kapitalistleşmiş ülkelerden daha yüksek olduğu geç kapitalistleşen ülkelere akması sağlanacak ve geç kapitalistleşen ülkelerde faiz oranlarının zamanla azalarak, erken kapitalistleşen ülke faiz oranlarına eşitleneceği iddia edilmiştir.

Hem erken kapitalistleşen hem de geç kapitalistleşen ülkelerin ekonomik aktivitelerinde finansal piyasaların, ilişkilerin, kurumların ve gerçekleştirilen işlemlerin boyutları Keynesyen paradigmanın yıkılışını takip eden 30-35 sene içinde çok önemli boyutta artış kaydetmiştir (Orhangazi, 2008, s:133). Kapitalizmin içinde bulunduğu aşamayı tanımlayabilmek için sıkça kullanılan Küreselleşme ve Neo-Liberalizm kavramlarına bir üçüncü olarak Finansallaşma kavramı eklenmiştir (Orhangazi, 2008, s:133). Finansallaşma olgusu kapitalist sistem içinde en genel tanımıyla, fon arz ve talep edenleri bir araya getirerek, bu sistematiğin etkinleşmesine ve gelişmesine yönelik kurumlardan (borsalar, bankalar, düzenleyici otoriteler vb.) oluşan finansal sitemin ağırlığıdır (Kahyaoğlu ve diğ, 2011, s:29). 1980 öncesi uygulanan Keynesyen politikalar, finansal faaliyetler üzerinde sıkı bir kontrol mekanizması oluşturmuş ve uzun vadeli reel sektör yatırımlarına daha fazla önem verilmiştir. Paradigmanın çöküşüyle birlikte, bu alandaki sıkı kontrol ve denetim mekanizması ortadan kalkarken, finansal piyasa, kurum ve faaliyetlerin boyutlarının ekonomi içindeki etkinliğinin giderek artması, iktisat yazınında

Finansallaşma kavramı ile tanımlanmaya başlanmıştır (Epstein, 2005; Krippner, 2005). Ayrıca, Finansallaşma kavramı finansal olmayan işletmeler ve finansal piyasalar arasındaki ilişkinin yeni bir aşaması olarak da tanımlanmaktadır (Boyer, 2000). Bu çalışmada ise Finansallaşma kavramı Kahyaoğlu ve diğ. (2011)' nin tanımlamaları çerçevesinde kullanılacaktır.

Yukarıda bahsedilen Ortodoks iktisadi yaklaşımın hayattaki yansımalarına bakıldığında, uluslararası sermaye hareketlerinin, geç kapitalistleşen ülkelerin ekonomik büyümesinde önemli bir finansman kaynağı olduğu söylenebilir (Karaca ve Vergil, 2010, s:1207). Ancak bu yaklaşıma karşı bir görüş de mevcuttur: buna göre, özellikle sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketleri, kaynak ve verimlilik artışının kilit bir unsuru olan istikrar ortamına katkıda bulunmamakta ve aşırı derecede oynaklığa sahip olmasından dolayı döviz kurlarında ve cari hesap kalemlerinde dengesizliklere yol açmaktadır. Sonuç olarak da, bu durum ekonomik krizlere neden olabilmektedir (İnsel ve Sungur, 2003, s:6; Yılmaz ve Söylemez, 2012, s:49).

1970'lerde başlayıp 1980'lerde hızlanan bir süreç olarak, Keynesyen paradigmadan Arz Yanlı paradigmaya geçişle birlikte, izlenen serbestleştirme politikaları ve de bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler, uluslararası sermaye hareketlerinin hem niteliksel hem de niceliksel olarak gelişmesine büyük katkı sağlamıştır. Finans piyasalarında genişleyen işlem hacmi ve finansal enstrümanların sayısındaki artış, bu durumun somut birer göstergesi olmuştur. Ayrıca, benzer bir eğilim olarak, gerek doğrudan yabancı yatırımlar şeklindeki üretken sermaye akımlarında, gerekse portföy yatırımları şeklindeki para sermaye akımlarında büyük sıçramalar kaydedilmiştir. Özellikle 2000'li yıllarla birlikte doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımlarında niceliksel olarak önemli artışlar sağlanmıştır (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:300). Bu dönemde, doğrudan yabancı yatırımların mal ve hizmet ihracatından da daha hızlı arttığı dikkat çekmiştir (Dicken, 2011).

Bu çalışmanın odak noktasını oluşturan Türkiye ise, söz konusu süreçte önemli bir yapısal dönüşüm geçirmiştir. Erken kapitalistleşen ülkelerde ortaya çıkan kar oranlarının düşme eğilimi sonucu uluslararası resmi finansman olanaklarının daralması, dış ödeme güçlükleri çeken (dış dünyadan döviz kazanabilme olanakları da sınırlanan) Türkiye'de, 1950'lerin ortalarından beri izlenen ithal ikameci sanayileşme (İİS) stratejisinin son bulmasını kaçınılmaz kılmıştır. 1980 dönüşümü,

Türkiye'de korunan bir iç pazarda, çeşitli devlet teşvikleri ile beslenen üretken kapitalistlerin, artık rekabetin yoğun olduğu dış pazarlarda var olma yönünde bir dönüşümün gereklerini işaret ediyordu. Böylece, ülke içinde İİS döneminde kurulan sanayiler ihracata yönlendirilirken, 1980 yılında alınan 24 Ocak kararları ile faiz vb. fiyatların oluşumu adım adım piyasanın belirleyiciliğine terkedilmiş, dış ticaret üzerindeki sınırlamalar da aşamalı olarak kaldırılmıştır. Küresel piyasalarla bütünleşme sürecinin izleyen aşamasında ise, 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı kararname ile bu çalışmanın da temel konusunu oluşturan, uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılarak serbestleştirilmiştir. Kısacası, 1980'lerdeki ticaret ve iç finansal serbestleşme süreçlerini, 1989 yılından itibaren dış finansal serbestleşme izlemiştir.

1980 dönüşümü ile Türkiye'de ticari, para ve üretken sermaye akımları serbestleştirilerek küresel birikimle artan entegrasyonda belirleyici etken, ulusal sermaye odakları ile yabancı sermayenin çıkarlarının bu yönde bir kesişimi olmuştur. 1980 sonrasında yabancı sermayenin genelde geç kapitalistleşen ülkelere, özelde de Türkiye'ye artan yönelimi, sermaye birikim sürecinin bu ülkelerde ulaştığı aşamayla ilişkilidir (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:36). Yabancı sermaye, Güney Kore gibi sermaye birikiminde belirli bir düzeye ulaşmış ülkelere üretken sermaye biçiminde akmayı tercih ederken, Türkiye gibi bu açıdan daha geri olan ülkelere para sermaye biçiminde akmayı tercih etmiştir. Ancak Türkiye, 1990'lı yıllarda hızlanan uluslararası para sermayenin içselleştirilmesi[1] sürecini, 2000'li yıllarda üretken sermaye-temelli birikimin ilerletilmesi için bir geçiş aşaması olarak kullanmıştır. Gerek erken kapitalistleşen ülkelerdeki aşırı birikmiş sermaye, gerekse geç kapitalistleşen ülkelerdeki birikim dinamikleri, uluslararası sermaye akımlarındaki söz konusu artış sürecini gerekli kılmıştır (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:37)

Bu noktada, geç kapitalistleşen ülkelere uluslararası sermaye girişlerinin bu ülkelerde büyümeyi destekleyici mi, yoksa engelleyici yönde bir etki mi doğurduğu sorusu önem kazanmaktadır. Bu soruyu Türkiye örneğinde yanıtlamak tezin temel amacıdır. Sorunun ampirik analizlerle desteklenerek yanıtlanması, Türkiye'de izlenen büyüme

[1] İçselleştirme kavramı, Poulantzas (1978), Cox (1987) ve Panitch (1994) gibi yazarlar tarafından, uluslararası birikim sürecinde ulus devletlerin uluslararasılaşması ve uluslararası birikim sürecine eklemlenme şekillerine göre çıkarları farklılaşan sermaye grupları arasında devletin uzlaştırıcı misyonu üzerinden tanımlanmıştır. Bu çalışmada içselleştirme kavramı ile uluslararası sermaye akımlarının çeşitli politikalar aracılığıyla ulusal pazarlara çekilmesi ve üretken sermaye birikiminin sağlanmasındaki önemi vurgulanmaktadır.

ve kalkınma politikalarının anlaşılmasına katkıda bulunacaktır. Böylece, Türkiye'de geleceğe dair politika önerileri geliştirilirken, değerlendirmeler daha sağlam bir zemine dayandırılabilecektir.

Bu doğrultuda çalışmanın ikinci bölümünde, iktisadi büyüme kavramı tanıtılacak ve iktisadi büyümenin teorik temelleri üzerinde durulacaktır. Ayrıca ana akım paradigmayı temsil eden Neo-Klasik iktisadın, finansallaşma ve büyüme ilişkisine bakışları irdelenecek ve de finansallaşma kavramına farklı açılardan bakan yaklaşımlara kısaca değinilecektir.

Tezin üçüncü bölümünde, finansal serbestleşmeyle birlikte dünya çapında hareketlilik kazanan uluslararası sermaye akımlarının büyüme sürecine etkileri, uluslararası ve Türkiye literatüründeki bulgular üzerinden değerlendirilecektir.

Dördüncü bölümde, Türkiye ekonomisinde yapısal dönüşüm süreci tarihsel bir perspektifle, alt dönemler itibariyle ele alınacaktır. Bu bölümde, makro veriler kullanılarak ticari sermaye, para sermaye ve üretken sermaye arasındaki içsel bağlantılara işaret edilecek ve yabancı sermayenin söz konusu dönüşüm sürecine ne şekilde entegre olduğu belirlenecektir. Söz konusu tarihsel süreç, tezin analiz bölümü için bir zemin oluşturacak ve ayrıca sermayenin farklı türleri arasındaki zaman bağımlı tercihleri ortaya koyacaktır.

Beşinci bölümde, Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişimi değerlendirilerek, dış finans piyasaları ile artan bütünleşme sürecinde borsaya kayıtlı şirketlerin durumu çeşitli finansal göstergeler üzerinden analiz edilecektir. Literatürde hakim eleştirel yaklaşım, dış finansal serbestleşme sürecinin ülkede sanayileşme ve 'reel sektör' üzerinde olumsuz etkiler doğurduğu iddiasındadır. Söz konusu kesimin finansallaşma sürecinden nasıl etkilendiğini belirleyebilmek amacıyla, analizde borsaya kayıtlı finans-dışı şirketlere odaklanılacaktır. Ayrıca, reel sektörün finansallaşma sürecinde, dış borçlarındaki seyir incelenerek, söz konusu dış kaynak kullanımının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisine değinilecektir. Finansallaşma sürecinin reel kesimi nasıl etkilediği tartışması, makroekonomik verilerin trend analizi ve resmi belgelerin içerik analizi aracılığıyla tamamlanacaktır.

Çalışmanın altıncı bölümünde, uluslararası sermaye akımlarının alt kategorilerinden olan, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatların

2000:1-2013:4 dönemini kapsayan süreçte ekonomik büyüme performansını nasıl etkilediği regresyon analizi ve Granger nedensellik testi ile analiz edilecektir.

Sonuç bölümünde ise, dünya ve Türkiye'deki finansallaşma sürecini gerekli kılan unsurlarla ilgili genel bir değerlendirme yapılarak, uluslararası sermaye akımlarının Türkiye'deki iktisadi büyüme üzerine etkisi değerlendirilecektir.

2. EKONOMİK BÜYÜME VE FİNANSALLAŞMA

Bu bölümde, iktisat disiplininin ve bu tezin de temel konularından biri olan ekonomik büyüme kavramı hakkında bilgi verilerek, ekonomik büyüme olgusunun kaynakları irdelenecektir. Ayrıca, iktisat disiplininde ana akım çerçeveyi oluşturan Ortodoks Neo-Klasik iktisadi analizin finansal piyasalara büyüme konusunda atfettiği değer ele alınacaktır. Bunun yanı sıra, 1980'lerden bu yana nüfuz alanını ve etkisini hızla artıran finansallaşmanın ana akım iktisat dışındaki alternatif analizlerine de kısaca değinilecektir. Böylece, ekonometrik analiz kısmının odağını oluşturan ekonomik büyüme kavramının teorik altyapısının oluşturulması amaçlanmaktadır.

2.1 Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme, en genel ifadeyle, ekonominin üretim kapasitesinin arttırılması ve bu şekilde daha fazla mal ve hizmet üretilmesidir. Zamanla, ülkelerin üretim faktörlerindeki artışlar ve teknoloji düzeyindeki gelişmeler ekonominin üretim kapasitesinin artmasını sağlar ve daha fazla mal ve hizmet üretimine olanak tanır (Ertek, 2008, s:53).

Ekonomik büyüme oranı, iki farklı şekilde ölçülebilir. İlki, ülkelerin toplam reel GSYH'sindeki yüzde artış oranıdır. Diğeri ise, kişi başına düşen reel gelirde oluşan yüzde artış oranıdır (Seyidoğlu, 2006, s:828). 1990'lı yılların başından itibaren ekonomik büyümeyi ölçmek için toplam reel GSYH'deki yüzde artış oranını baz almak daha sık kullanılan bir yöntem olmuştur.

Reel gayri safi yurtiçi hasılayı Y harfi ile gösterecek olursak, bir yıl içindeki GSYH'deki artış oranını şu şekilde bulabiliriz (Ertek, 2008, s:54):

$$G_t = \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} \qquad \textbf{3.1a}$$

Denklem 3.1.a' dan basit bir bölme işlemi ile aşağıdaki denklem elde edilir.

$$G_t = \frac{Y_t}{Y_{t-1}} - 1$$

İkinci denklemde bulduğumuz formül ile hesaplanan oranı 100 ile çarparsak, ekonomik büyüme oranını yüzde olarak belirtmiş oluruz. Örneğin, 1999 ve 2000 yıllarında Türkiye'de toplam reel GSYH 110.646 ve 118.789 milyar TL olarak verilmiş olsun. Bu durumda 2000 yılındaki ekonomik büyüme oranı şu şekilde hesaplanır:

$$G_{2000} = \frac{Y_{2000} - Y_{1999}}{Y_{1999}} = \frac{118.789 - 110.646}{110.646} = 0{,}0736$$

$$(0{,}0736 \times \%100 = \%7{,}36)$$

Bu hesaplamayla Türkiye'de 2000 yılında ekonomik büyüme oranının % 7,36 olduğu bulunmuştur. Bu rakamın yorumu ise, 'ülkede 2000 yılında üretilen mal ve hizmetler 1999 yılına göre reel olarak % 7,36 daha fazladır' şeklindedir.

Büyüme, hem erken hem de geç kapitalistleşen ülkeler tarafından öncelik verilen temel bir hedef olagelmiştir. Bunun nedeni, ulusal gelirde artışın, ülkedeki bireylerin yaşam standartlarının yükselmesinin başat koşulu olarak görülmesidir. Büyüyen bir iktisadi sistemde, bireyler maddi ihtiyaçlarını daha üst seviyelerde karşılayabilir. Ayrıca, bireyler hem nitelik hem de nicelik olarak daha farklı bir tüketim alışkanlığı kazanmış olurlar. Hükümet de topladığı vergilerle daha fazla kamu hizmeti sağlayabilir ve işsizlik, yoksulluk gibi sosyal ve iktisadi sorunlara karşı daha etkili politikalar üretebilir (Seyidoğlu, 2006, s:828).

Dünya genelinde ülkeler büyüme rakamları açısından farklılıklar gösterir. Söz konusu büyüme oranı farklılıkları iktisatçılar için önemli bir araştırma konusu olmuş ve bu farklılıkların nedenlerini açıklamaya çalışan teoriler geliştirmişlerdir.

2.2 Üretim Fonksiyonu ve Büyümenin Kaynakları

2.2.1 Üretim ve üretim fonksiyonu

Üretim, yeni bir mal ve hizmet ortaya koymaya ya da mevcut mallarda şekil, yer, mülkiyet ve zaman değişikliği yaparak onların değerini artırmaya yönelik bir faaliyet olarak tanımlanabilir (Seyidoğlu, 2006, s:152).

Üretim fonksiyonu ise, kullanılan girdilerle elde edilen çıktı arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Bu ilişkinin niteliğini veya bir malın üretimi aşamasında hangi faktörlerin ne oranlarda bir araya getirileceğini ise teknoloji belirler. Kısa dönemde bazı faktörler sabitken, yani miktarlarında değişme mümkün değilken, uzun dönemde tüm girdiler değişken duruma gelirler.

Bir malın üretimini yapabilmek için emek ile birlikte makine, bina gibi sermaye mallarına ve hammaddelere ihtiyaç duyulur. Üretimde kullanılan faktörlerin tamamı birer girdiyken, üretim süreci sonunda elde edilen ürün miktarı da çıktıyı oluşturmaktadır.

Üretim fonksiyonu, kullanılan girdilerle elde edilen çıktı arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Buna göre üretim fonksiyonu

$$Y = F(K, L, T) \qquad \textbf{3.3}$$

şeklinde yazılabilir. Bu ilişki, *Y* çıktısını; *K, L* ve *T*'nin birer *F* fonksiyonu biçiminde ifade etmektedir. Burada *Y,* toplam çıktıyı göstermektedir. *K*, ekonomideki tüm makine, teçhizat, fabrika vb. kapsayan sermaye stoğunu ifade etmektedir. *L*, ülkedeki emek miktarını, yani çalışanların sayısını temsil etmektedir. *T* ise, üretim teknolojisinin durumunu göstermektedir (Karaman ve diğ, 2007, s:478).

Toplam üretim fonksiyonunda, verili miktarda sermaye ve emek girdisi ile ne kadar çıktının üretileceği teknolojinin durumuna bağlıdır. Bu nedenle, gelişmiş bir teknolojiye sahip bir ekonomi, aynı miktarda emek ve sermayeyi kullanarak ilkel bir teknolojiye sahip ekonomiden daha fazla mal ve hizmet üretecektir.

Üretim fonksiyonu içinde teknolojik değişmeler de önemli bir yere sahiptir. Teknolojide meydana gelecek bir değişim, üretim fonksiyonunun da değişmesine neden olacaktır. Böylece günümüzde yaygın olarak kullanılan bir teknik veya üretim fonksiyonu zaman içinde eskimiş duruma gelebilmektedir. 2000'li yıllarda teknolojideki gelişmenin önemli mesafeler kat etmesinden dolayı, üretim fonksiyonları sermaye yoğun bir yapıya dönüşmektedir.

2.2.2 Büyümenin kaynakları ve erken kapitalistleşen ülke deneyimleri

Ekonominin üretim faktörleri stokundaki artış (sermaye birikimi ve iş gücünde artış) ile teknolojik gelişme, büyümenin başlıca kaynaklarını oluşturmaktadır. Ayrıca,

üretim faktörleri arasındaki karşılıklı ilişki ve tamamlayıcılık iktisadi büyüme açısından oldukça önemlidir (Bulutay, 1995, s:32). Fiziksel sermaye olanaklarının sağlandığı bir fabrika ortamındaki teknolojik kısıt veya sermaye girdisi yoğun iken nitelikli işgücünde söz konusu olabilecek bir eksiklik büyüme üzerinde olumsuz etki doğurur (Bulutay, 1995, s:32). Büyüme alanında başarılı olmuş ülkelerin deneyimlerine bakıldığında, bu ülkelerden biri olan İngiltere'nin dünyada 19.Yüzyılda hegemonik bir güç konumuna gelişini Sanayi Devrimi'ni gerçekleştiren ilk ülke olmasına borçlu olduğu görülür. Genel iktisat yazınında, İngiltere'nin 18. Yüzyıldan başlayarak 19. Yüzyılda artarak devam eden iktisadi başarısı Sanayi Devrimi neticesinde gerçekleştirilen teknolojik atılımlara ve uyguladığı serbest ticaret politikasına atfedilmektedir. Büyümenin en önemli bileşenlerinden biri olan teknolojik gelişmenin etkisi tartışmasız bir gerçektir. Serbest ticaret politikalarının iktisadi büyüme üzerindeki etkisi ise hala tartışmalı bir konudur.

İngiltere'nin modern tanımıyla ilk başarılı ve yüksek oranlı büyüme rakamlarını yakalamasında tartışmasız olarak Sanayi Devrimi'nin büyük katkısı olmuştur. Fakat bu sürecin öncesi ve sonrası detaylıca irdelenmelidir. İngiltere bu konumunu, sömürgecilikte sağladığı başarıya da borçludur. Sömürgeler İngiliz sanayisi için hem ucuz hammadde deposu işlevi görürken, hem de işlenmiş ürünler için büyük bir pazar yaratmıştır. Bundan dolayı Sanayi Devrimi'nin gerçekleşmesinde, ülke içinde ve sömürge ülkelerde sağlanan ucuz işgücü ile dünya pazarlarına hakim olma önemli bir rol oynamıştır (Köymen, 2007, s:159).

Sanayi Devrimi'nin İngiltere'de gerçekleşmesinin bir diğer nedeni, Avrupa'da 10 ve 16. Yüzyıllar arasında egemen olan feodal sistemin bu ülkede 14. Yüzyıl gibi erken bir tarihte çözülmesidir (Köymen,2007, s:154). Özel mülkiyetin bulunmadığı feodal sistemde, var olan kalıntıların da parçalanması ve aristokrasinin gücünü sınırlayan hukuksal reformların gerçekleştirilmesi, 18. Yüzyıl ortalarında özel girişimin bu ülkede daha özgür hareket etmesini sağlamıştır (Dowd, 2006, s:39).

1760 ve 1830 yılları arasında gerçekleştirildiği kabul edilen Sanayi Devrimi sonucu, sanayi bir sektör olarak ekonomin sürükleyici motoru haline gelmiştir. Sanayinin öncü bir sektör haline gelmesi, tarımsal ilişkileri dönüştürerek, sanayi sektörünün çıkarlarına adapte edilmesi sağlanmıştır. Türkiye'deki dönüşüm sürecinin ele alındığı 4. Bölümde de benzer bir politikaya işaret edilecektir. İngiltere'den yaklaşık 150-200

yıl sonra Türkiye'de de sanayi sermayesinin oluşturulması için tarımsal ilişkilerde dönüşüm sağlanarak, tarımdan sanayiye kaynak aktarımı gerçekleştirilecektir.

Bu süreçle birlikte, makinelerin yoğun olarak kullanıldığı fabrika modeli, basit atölye tipi üretim sisteminin yerini almıştır. Ayrıca, buhar, rüzgar ve su gibi enerji kaynaklarının yoğun kullanımı ve üretim teknolojisindeki sürekli ilerleme, Sanayi Devriminin diğer sonuçları olmuştur.

Ayrıca, İngiltere'nin bu başarısının ardında pamuklu dokumacılığın önemli bir yeri vardır. Pamuklu dokumacılığın makine ihtiyacı, kömür ve hammadde üretiminde yeni keşifleri tetiklemiştir. Daha sonra, buharla çalışan makineler icat edilerek, 1820 sonrasında üretimi artırılmıştır. Ayrıca, demiryolu taşımacılığın gelişmesi makine sanayisine önemli bir ivme kazandırmıştır.

İngiltere'nin sanayileşmesi ve iktisadi başarısının arkasında yatan en önemli nedenlerden biri olarak görülen serbest ticaret politikası ise tartışmalı bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. 1700'li yıllarda Hint pamuklu dokumaları, İngiltere'de giyim, perde ve koltuk döşemeleri gibi alanlarda yaygın olarak kullanılmaktaydı (Köymen, 2007, s:161). İngiltere'nin temel sanayisi konumunda olan yünlü dokuma, pamuklu dokumanın kalitesi ile rekabet edememiş ve pamuklu dokumaya olan yoğun talebi aşağıya çekmeyi başaramamıştır. Bu nedenle İngiliz parlamentosuna yoğun baskılar yapılarak, Hindistan, Çin ve İran'dan gelen pamuklu dokumaların İngiltere'ye ithalatı yasaklanmıştır (Dowd, 2006, s:45; Köymen, 2007, s:162).

İngiltere'den sonra sanayileşmesini ve iktisadi büyümesini gerçekleştiren diğer ülkeler Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Almanya ve Japonya olmuştur. ABD iç savaş sonrası yıllarda sanayileşmeyi destekleyen ekonomi politikaları izleyerek, iktisadi büyümeyi sağlamıştır. Demiryolu şirketlerinin hükümet tarafından sübvanse edilmesi, ülkenin zengin doğal kaynaklara sahip olması, korumacı gümrük politikaları uygulaması, mülkiyet haklarına verilen önem ve tıpkı İngiltere gibi 20. Yüzyılda hız kazanan emperyal politikalar ABD'nin sanayileşmesinde kilit unsurlar olmuştur (Dowd, 2006, s:79). Öte yandan, 19. Yüzyılda 300 prenslikten oluşan Almanya, 1815 yılında Viyana Anlaşması ile prenslik sayısını 40'ın altına düşürerek merkezileşme yönünde önemli bir adım atmış ve böylece, sanayileşme süreci hızlandırılabilmiştir. Sanayileşme konusunda radikal ve sert bir tavır sergileyen Almanya, korumacı gümrük tarifeleri ve kartelleşme ile yeni gelişen endüstrilerini

koruma politikasını uygulamıştır. Sanayileşme yarışına daha geç başlayan Japonya ise, yerli endüstrileri dış rekabete karşı korurken, aynı zamanda onları yurtdışı pazarlarda rekabetçi olacak şekilde çalışmaya yönlendirerek, bu endüstrilerin gelişimini sağlamıştır. Bu süreçte Japonya, özellikle yüksek katma değer yaratma potansiyeline sahip elektrik-elektronik vb. alanlarda ileri uzmanlaşma sağlayacak politikalar benimsemiştir. Bu amaçla, sınai dönüşüme hizmet etmek üzere kaynakların devlet yönlendiriciliğinde belirli endüstrilere aktarıldığı bir bankacılık sistemi ile birlikte, seçilen endüstriler korumacılık, teşvikler ve Türkiye'ye benzer bir holding yapılanması ile desteklenerek, dünya çapında boy gösteren sanayilere dönüştürülmüştür.

2.2.2.1 Sermaye birikimi

Büyümenin kaynaklarını açıklamak için öncelikle iktisat teorisine uygun olarak bir takım varsayımlar yapılacaktır. Üretim faktörlerindeki artışın çıktıdaki büyümeye etkisini incelerken teknolojinin sabit olduğu varsayılacaktır (Karaman ve diğ, 2007, s:482). Yani çıktı *(Y)*, sermaye (*K*) ve emek (*L*) girdileri ile ilişkilendirilecektir. Buradan hareketle üretim fonksiyonu;

$$Y = F(K, L)$$

şeklini almaktadır. Bu fonksiyonda çıktı, sadece sermaye ve iş gücünün miktarındaki farklılaşmalara bağlı olarak değişecektir (Karaman ve diğ, 2007, s:482). Sermaye miktarındaki bir birimlik değişmenin, çıktıda yol açtığı değişime, sermayenin marjinal ürünü (*MPK*) denir. Eğer sermaye miktarında ΔK kadar artış olursa, çıktı miktarı da $MPK \times \Delta K$ kadar artacaktır.

$$\Delta Y = MPK \times \Delta K \qquad \textbf{3.5}$$

Buna göre, sermaye birikiminde meydana gelen 100 birimlik bir artış, sermayenin marjinal ürünü % 15 iken, çıktıda 15 birimlik bir artış yaratacaktır.

Yüksek büyümenin gerçekleştirilebilmesi için ulusal gelirin yüksek oranda tasarruf edilmesi ve yatırıma dönüştürülmesi gereği önemli bir teorik argümandır. Tasarruf artışlarının sağlanması, yatırımlar için gerekli olan kaynakların oluşmasını sağlayacaktır. Yatırımların artması ise sermaye birikimini artıracaktır. Ayrıca

sermaye birikiminde sağlanan artışlar, emek başına düşen sermaye oranının yükselmesini ve emeğin daha verimli kullanılmasını sağlayacaktır.

Gelişmiş bir finansal sistemin varlığı da, sermaye birikimi açısından çok önemlidir. Bir ülkenin tasarruflarının yatırıma dönüştürebilmesi ve/veya tasarruf açığı durumunda yatırımların yabancı tasarruflarla finansmanının sağlanması, finansal piyasaların en önemli işlevlerinden biridir. Ayrıca işletmeler, piyasaya sürdükleri tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerleri sermaye piyasalarında satarak ihtiyaç duydukları yatırım fonlarını tasarruf sahiplerinden sağlayabilirler (Seyidoğlu, 2006, s:834).

2.2.2.2 İş gücünde artış

Emek miktarında bir birimlik değişmenin çıktıda yol açtığı değişime, emeğin marjinal ürünü (*MPL*) denir. İşgücündeki ΔL kadarlık bir değişim, $MPL \times \Delta L$ miktarında bir çıktı artışı yaratacaktır.

$$\Delta Y = MPL \times \Delta L \qquad \textbf{3.6}$$

Örneğin, emek miktarında 10 birimlik artış sağlandığında, emeğin marjinal ürünü 2 iken, çıktıda 20 birimlik bir artış sağlanır.

Zamanla ülkenin nüfusunun artması, emek faktörünün de artması anlamına gelir. Ancak, emek girdisinde niceliksel artıştan çok, niteliğindeki artış çok daha önem kazanmıştır (Ertek, 2008, s:388). R.M. Solow'un 1950'li yılların sonlarında teorik çerçevesini çizdiği Neo-Klasik büyüme modeli, fiziki sermaye ve emek girdileri üzerinden büyümeyi açıklamış ve bu model özellikle 1980'li yıllarla birlikte yoğun bir eleştiriye maruz kalmıştır (Turan, 2001,s:4). Neo-Klasik büyüme modelindeki teorik yetersizlik, 1980'li yılların sonlarından itibaren yeni büyüme modellerinin gelişimini hazırlamıştır (Bulutay, 2004, s:23). Bu teorilerden biri olan İçsel (Endojen) Büyüme Teorisi, neoklasik büyüme modelinde dışsal olarak kabul edilen teknoloji gibi faktörleri içsel birer değişken haline getirerek, aynı zamanda insan gücünün büyüme konusundaki önemine odaklanmaktadır (Bulutay, 1995, s:10). İçsel büyüme modelinin teorik çerçevesini oluşturan R.E. Lucas (1988) ve P.M. Romer (1994), insan sermayesini büyümenin kilit bir unsuru olarak tanımlayarak, Solow modeline dahil etmişlerdir. Bu bağlamda, işgücünün kalitesini artırmaya yönelik faaliyetler önem kazanarak, bir tür sermaye yatırımı özelliği göstermiş ve 'beşeri

sermaye' olarak adlandırılmıştır (Seyidoğlu, 2006, s:832). Beşeri sermaye yatırımı, emek gücünün verimliliğini artıracak örgün eğitim, sağlık vb. harcama kalemlerini kapsamaktadır. İçsel büyüme teorisi, fiziksel ve beşeri sermaye birikiminin birlikteliğinin ekonomik büyümeyi sürdürmek için yeterli olduğunu belirtmektedir. Yani, uzun dönemde dahil olmak üzere büyüme, eğitime yapılan harcama ve tasarruf oranı gibi parametrelere sıkı sıkıya bağlıdır (Karaman ve diğ, 2007, s:512). İçsel büyüme teorisine göre, gerek tasarruf oranında gerekse de eğitime ayrılacak kaynaklarda sağlanacak artış uzun dönemde işgücü başına düşen hasılada artışlara neden olacaktır. Fakat, teknolojik ilerlemenin sağlanamaması, ekonomik büyümenin sürdürülebilirliğini engelleyebilecektir. Fakat içsel büyüme teorisine göre, beşeri sermaye düzeyinde sağlanacak gelişme ile eğitimli ve donanımlı işgücü yaratılarak, teknolojik ilerleme sağlanabilecektir. Böylece emek gücü, sermayenin artan organik bileşimine koşut olarak yeni vasıflar kazanmaya devam edebilecek, daha gelişkin makine ve teçhizatı kullanabilecek ve geliştirebilecek, sonuç olarak da verimliliğe, sermaye birikimine daha fazla katkıda bulunabilecektir. Kısacası, içsel büyüme teorileri, eğitim, sağlık vb. alanlarda yapılan düzenleme ve harcamaları kapsayan beşeri sermayeyi, büyümenin çok önemli bir unsuru olarak görmektedir. Bu konuda yapılmış birçok ampirik çalışma, beşeri sermaye harcamaları ile gelir ve verimlilik gibi değişkenler arasında pozitif ilişkilerin olduğunu ortaya koymaktadır (Ertek, 2008, s:388).

2.2.2.3 Teknolojik Gelişme

Sermaye birikiminin çıktı üzerindeki etkisinin incelendiği bölümde, üretim fonksiyonunun zaman içinde değişmediği varsayımı yapılmıştı. Fakat gerçek hayatta, üretim fonksiyonu teknolojik gelişmelere bağlı olarak sürekli yukarı doğru hareket etmekte ve girdi miktarında bir değişme olmasa da, daha fazla çıktı üretimi mümkün olmaktadır (Karaman ve diğ, 2007, s:484).

Teknolojinin büyüme üzerindeki etkisi analiz edilirken, üretim fonksiyonu aşağıdaki gibi belirtilebilir:

$$Y = TF(\mathrm{K}, \mathrm{L})$$

Bu fonksiyonda T faktör verimliliğini ifade etmektedir. Bu durumda çıktı, sadece emek ve sermaye miktarlarındaki değişime değil, aynı zamanda faktör verimliliğindeki artışa bağlı olarak da değişmektedir (Karaman ve diğ, 2007, s:484).

Yani, emek ve sermaye girdilerinde bir değişme olmaksızın, faktör verimliliği % 4 artarsa, çıktı da % 4 artmaktadır.

Teknolojik gelişme aynı girdi miktarı ile daha fazla miktarda ve/veya daha yüksek kalitede mal ve hizmet üretmeye olanak sağlamaktadır (Seyidoğlu, 2006, s:835). Teknolojik gelişmeler çoğunlukla, üretim süreci sonunda elde edilen ürünün daha kaliteli olmasını ve üretim maliyetinin azalmasını sağlamaktadır.

Günümüzde teknolojik gelişmeler, sistemli ve sürekli çalışmalar sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu amaçla, gerek devlet, üniversite gerekse de özel sektör tarafından faaliyete geçirilen araştırma kurumları bu alanda önemli çalışmalar yapmaktadır. Fakat tüm bu araştırma faaliyetleri önemli miktarlarda reel kaynak gerektirmektedir. İstatistiklere göre AR-GE (araştırma-geliştirme) harcamalarının GSYH içindeki payları Japonya için % 3 iken, sırasıyla ABD ve Avrupa Birliği ülkeleri için % 2,8 ve 2 civarındadır (Seyidoğlu, 2006, s:835). Türkiye'de ise AR-GE harcamalarının GSYH içindeki payı yıllar itibariyle artış kaydetse de 2012 yılı için binde 9,2'dir.

2.3 Neo-Klasik İktisadi Çerçevede Büyüme ve Finansallaşma

Finansal piyasalar kapitalist üretim ilişkileri içerisinde, kuruluşlar ve varlıklardan oluşan, para değişimlerini sağlayan ve sermaye birikimi için kaynak bulmayı kolaylaştıran bir sistemdir (Tellalbaşı, 2011, s:56). Bir diğer deyişle, finansal piyasalar, kaynak fazlası olan ekonomik aktörlerden, kaynak eksiği olan ekonomik birimlere kaynak transferini sağlamakta, böylece sermaye birikim sürecinin genişleyen yeniden üretimi, yani ekonomik büyüme sağlanmaktadır.

Dolayısıyla, mali sistemde faaliyet gösteren ve temel işlevi aracılık olan finansman kurumları, ekonomik büyüme açısından çok önemlidir (Albeni ve diğ, 2007, s:440). Erken kapitalistleşen ülkelerin finansal sistemleri incelendiğinde, çok farklı yapı ve sayıda finansman işlemlerin sunulduğu görülmektedir. Sunulan finansal hizmetlerin nitelik ve nicelik olarak daha iyi durumda olması, finansal sistemin gelişmişliğini ve derinliğini göstermektedir. Finansal sistemin derinliği ve gelişmişliği ekonomi içindeki atıl fonların üretime etkin bir şekilde koşulmasında ve finansman maliyetlerinin aşağı çekilmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

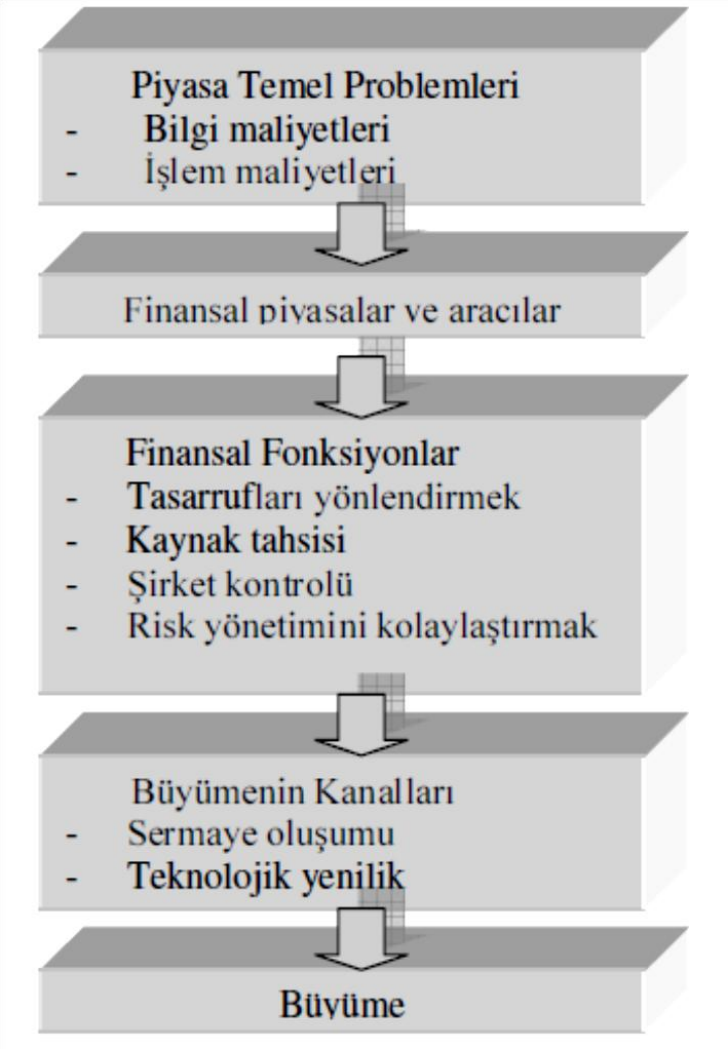
Giriş bölümde de işaret edildiği gibi, McKinnon (1975) ve Shaw (1975)'in finansal baskı yaklaşımına göre, geç kapitalistleşen ülkelerde yatırımları frenleyen temel

etken, tasarruf miktarı ve ödünç verilebilir fon arzının düşüklüğüdür. Bu nedenle, tasarrufların ve fon arzının artırılması amacıyla pozitif reel faiz politikası uygulanmalıdır. Pozitif reel faiz uygulaması, sermayeyi bol olan yerden az olan yere yönlendirerek fon kısıtını ortadan kaldıracaktır. Bu sayede yatırımlar ve ekonomik büyüme gerçekleşecektir.

Genel olarak, finansal piyasalar üç işleve sahiptir: İlki, finansal piyasalardaki arz ve talep unsurlarını bir araya getirerek, satılacak finansal varlığın fiyatının belirlenmesidir. İkincisi, bu piyasalar yatırımcılarına elindeki finansal kıymetleri elden çıkarma ve belirli bir kazanç sağlama olanağı yaratır. Son olarak da, finansal piyasalar işlemler için gereken bilgi ve araştırma maliyetlerini aşağıya çeker. Bu bağlamda, finansal piyasalar bilgi kanalları yoluyla da ekonomik büyümeyi etkileyebilmektedir. Örneğin, bir firmanın hisse senedi fiyatlarını yansıtan bir bilgi, firmanın daha verimli alanlarda yatırım kararı almasını teşvik etmektedir. Dolayısıyla, hem hisse senedi piyasalarının hem de bankacılık kesiminin yarattıkları bilgi, kaynakların tahsisine yol göstermektedir. Kaynakların etkin bir şekilde dağılımı da, ekonomik büyümenin gerçekleşmesini sağlayacaktır. Ayrıca finansal piyasalar, sermaye birikimi ve teknolojik inovasyonla da ekonomik büyümeyi artırabilir (Erdoğan ve diğ, 2003, s:2).

Gelişmiş ve belirli bir derinliğe sahip finansal piyasalar, yabancı sermayenin ülkeye çekilmesini de kolaylaştırmaktadır. Tüm dünya üzerinde tasarruflarını değerlendirmek isteyen tasarruf sahipleri, öncelikle belirli bir gelişmişlik düzeyine sahip ve güvenilir bir finansal sistem içerisinde bunu yapmak isterler. Bu durum, herhangi bir ülkede faaliyet gösteren ve finansman eksikliği yaşayan işletmeler için, dış finans piyasalarından kaynak sağlama olanağı anlamına gelir.

Finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, Şekil 2.1'deki gibi özetlenebilir:



Şekil 2.1: Finansal piyasaların ekonomik büyümeyi etkileme süreci.

Kaynak: Erdoğan ve diğ, 2003, s:3.

Çeşitli mal ve hizmet piyasalarında karşılaşılan kimi sorunlar, finansal piyasalar ve aracılar vasıtasıyla tasarrufların yönlendirilmesi, kaynak tahsisin sağlanması, şirket kontrolleri ve risk yönetiminin kolaylaştırılması gibi bazı politikalarla çözülmekte ve büyüme kanallarının önündeki engeller kaldırılmaktadır (Bkz. Şekil 2.1).

2.4 Finansallaşma Konusunda Alternatif Analizler

Dünya ekonomisinde finansallaşma yönündeki eğilim 1960'lı yılların sonu ile birlikte ağırlık kazanmaya başlamıştır. Finansallaşma kavramı, finansal piyasalarda sürekli yeni kurumsal yapılanmalarla, finansal ürünlerin tasarlanması ve bu sürece koşut olarak büyüyen işlem hacimlerine referansla kullanılmaktadır. Para sermayenin küresel ölçekte önemini artırarak toplumsal yaşamın derinliklerine nüfuz ettiği bu

sürecin, nedenlerinin ve etkilerinin yoğun bir teorik tartışma konusu olduğu görülmektedir (Tellalbaşı, 2011, s:1). Nitekim, finansallaşma literatürü son yirmi yıl içinde giderek zenginleşmiştir (Soydan, 2013, s:155).

Finansallaşma literatürü Ortodoks iktisadi gelenekten ziyade, heteredoks akım tarafından zenginleştirilmiştir. Finansallaşma kavramı ilk kez 1990'lı yıllarda kullanılmaya başlanmışsa da, kapitalizmin tarihindeki bu dönüşümü analitik ve teorik düzlemde ele alan öncü çalışmaların tarihi daha eskilere dayanır. Amerika'da Thorstein Veblen'in 'İşletmenin Teorisi' (1904), Almanya'da Rudolf Hilferding'in 'Finans Kapital''i (1910) ve Rusya'da Vladimir İ. Lenin'in 'Emperyalizm'i (1914), bu önemli çalışmalardan bir kaçıdır (Sweezy, 1994, s:2).

Dünya ekonomisinde finansallaşma yönündeki eğilimlere ilişkin egemen alternatif analizler iki başlık altında sınıflandırılabilir (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:37-38): Birinci grup, kapitalizmin yeni bir aşamaya ulaştığını vurgulamakta ve analizlerini bu yönde temellendirmektedir. Bu yaklaşımı iki alt başlık altında toplamak mümkündür. Bunlardan birinci gruba giren iki temel yaklaşım vardır: Fround, Haslam, Johan ve Williams (2000)'in teorik çerçevesini oluşturduğu 'Finansallaşma Okulu' ile Boyer (2000)'in çerçevesini çizdiği 'Finans Temelli-Büyüme' görüşü. Froud ve diğ.(2000), finansallaşmayı literatüre kazandırdıkları "kupon havuzu kapitalizmi" (coupon pool capitalism) kavramı etrafında analiz etmişlerdir. Bu analiz çerçevesinde finansallaşma mikro bir bakış açısıyla ele alınarak, şirketler ve bireyler üzerindeki etkiler analiz edilmiştir. Yazarlar; finansal piyasaların, finansal olmayan işletmelerin yönetim anlayışlarını ve yatırım stratejilerini değiştirdiğini vurgulamıştır. Ayrıca, bu işletmelerin finansal piyasaların beklentilerini karşılamak amacıyla, uzun vadeli yatırımlar yerine kısa vadeli finansal yatırımları tercih ettiği belirtilmiştir. Bu şekilde, üretken sermaye stoğunu artıracak yatırımlardan ziyade, kısa vadede hisse senetlerinin değerini olabildiğince artırmayı amaçlayan işletme stratejileri tercih edilir konuma gelmiştir. Boyer (2000), ABD ekonomisindeki finansallaşma eğilimini makroekonomik göstergeler üzerinden ele almıştır. Bu bağlamda, finansallaşma kavramını finansal olmayan işletmelerin finansal piyasalarla olan ilişkisindeki dönüşüme ithafen kullanmıştır. Finansal piyasaların giderek reel sektör üzerinde etkili olduğunu ve karar alma mekanizmalarını önemli ölçüde etkilediğine dikkat çekmiştir. Bu doğrultuda, finansal olmayan işletmelerin temel faaliyetlerini oluşturan reel alanlardan çekilerek,

artan bir şekilde finansal faaliyetlere kaydıklarını belirtmiştir. Bu durumunda reel sektör yatırımları açısından ciddi bir tehdit oluşturduğunu öne sürmüştür.

İkinci grup ise, teorik çerçevesi Monthly Review Okulu tarafından oluşturulan, Paul Sweezy ve Harry Magdoff'un önemli çalışmalarla katkı sunduğu alternatif analizdir. Sweezy (1997), neo-liberal dönüşüm ile birlikte küreselleşme olgusunun sermaye birikim sürecinin temel belirleyicilerini değiştirdiğini vurgulamaktadır. Buna göre, dünya ölçeğinde büyüme oranları düşmüş, tekelci ulus ötesi şirketler dünya üretim süreçleri üzerindeki etkisini giderek arttırmış ve sermaye birikiminde finansallaşma süreci hızlanmıştır. Ayrıca Sweezy (1994), finans kapitalin yükselişiyle birlikte ekonomik ve politik güç odağının değiştiğini ve kapitalizmin güç merkezinin, sayıları birkaç yüz olan çok uluslu şirketlerin yönetim kurullarından, finansal piyasalara geçtiğini ifade etmiştir.

Yukarıda bahsedilen her iki grup çalışma da finansal genişlemenin ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını, finansal faaliyetlerin ekonominin temel öznesi olacağını ve bu durumun ekonominin reel kesimini önemli ölçüde etkileyeceğini belirtmektedir. Bir diğer deyişle, bahsedilen iki grup analizin ortak yönü, finans sektörü ile reel sektör arasındaki ilişkinin zaman içinde koptuğu yönündeki vurgularıdır. Finans ve reel sektörlerin birbirlerinden kopuşunun sonucunda da, finansal piyasaların ekonomik ilişkilerin merkezine oturduğu ve bu ilişkilere egemen olduğu tezi savunulmaktadır.

İzleyen literatür değerlendirmesi bölümünde de ele alınacağı gibi, Türkiye'de ise alternatif analizler alanında, Keynesyen ulusalcı/kalkınmacı yaklaşım baskın eleştirel çerçeve durumundadır (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:43). Bu yaklaşımın teorik çerçevesini oluşturan yazarlar (Bkz. Boratav, 2001; Boratav ve Yeldan, 2002; ve Yeldan, 2002), devletin ulusal ekonomiyi uluslararası sermayenin spekülatif saldırılarından koruyamadığı ve böylece üretken sermaye oluşumunu sekteye uğrattığını belirtmektedir (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:43). Boratav (2001), Boratav ve Yeldan (2002) ve Yeldan (2002)'ın çalışmalarında, ulusal ekonomide reel kesim ve finansal kesimin birbirinden koptuğu ve Türkiye ekonomisinin uluslararası finans sermayesinin spekülatif bir oyun alanı haline dönüştürüldüğü sıklıkla belirtilmektedir. Ayrıca bu sürecin, dışarıdan içeriye yani uluslararası kurumlardan ve yabancı sermayeden, yerli kurumlara ve sermayeye bir dayatma sonucu gerçekleştirildiği görüşü hâkimdir.

Özetle, Neo-klasik finansallaşma analizlerinden farklı olarak, heteredoks analizler ekonomilerin finansallaşma süreçlerine kuşkuyla bakmaktadırlar. Genel olarak, finansal yapının reel kesimden daha hızlı bir büyüme eğilimi göstermesinin, reel kesimdeki kâr oranlarının düşmesine sebep olacağı ifade edilmektedir. Reel kesimde düşen kâr eğilimi de, işletmelerin faaliyetlerini finansal alanlara kaydırmasına ve düşen gelirlerini artan finansal faaliyetlerle telafi etmeye çalışmalarına neden olacaktır. Böylece, dünya ekonomisinde reel kesimin ikinci plana atıldığı ve ekonomik faaliyetlerin giderek finansallaştığı sıklıkla vurgulanmaktadır.

İzleyen bölümde, uluslararası ve Türkiye literatüründe finansallaşma ile ekonomik büyüme ve kalkınma süreci ilişkisine dair çalışmalar değerlendirilecektir. Görüleceği gibi, özellikle Türkiye'de hakim eleştirel okul olarak öne çıkan ulusalcı-kalkınmacı yaklaşımın reel sektör ve finans sektörünün birbirlerinden koptuğu iddiasına karşılık, finansallaşmanın ülkede kapitalist gelişim sürecinin devamlılığı içerisinde neye tekabül ettiğini göstermek bir katkı olacaktır. Bunun için, finans sektörünün izole bir sektör olarak görülmeyip, sermaye döngüsünün bütünselliği içerisinde para sermaye ile üretken ve ticari sermayeler arasındaki içsel bağlantıların kurulması gereklidir. Üretken sermaye döngüsünde artı-değer yaratma koşullarındaki dönüşüm ile bunun para sermaye ile olan ilişkisi ve bu bağlamda da devlet politikalarının rolünün Türkiye özelindeki öyküsü, Bölüm 4'de tartışılacaktır.

3. LİTERATÜRDE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ GEÇ KAPİTALİSTLEŞEN ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

1970'ler sonrasında başlayan finansal serbestleşme süreciyle, en yüksek getiri arayışı içindeki uluslararası üretken ve para sermaye akımlarındaki artış, özellikle 1990'lar ve 2000'lerde daha da hızlanmış ve sermaye birikimi sürecine daha geç giren Türkiye gibi ülkeler için ihtiyaç duyulan sermaye açığını kapatma olanağı yaratmıştır. Ancak, söz konusu uluslararası sermaye akımlarının geç kapitalistleşen ülkeler üzerindeki etkileri tartışmalı bir konudur. Bir kısım yazarlar, uluslararası sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi hızlandırıcı etkisine dikkat çekerken, bir kısım yazarlar da bu akımların kısa vadeli ve oynak karakterinin baskınlığı dolayısıyla, üretken sermaye oluşumunu sekteye uğrattığını ifade etmektedir. Aşağıda ilk olarak, bu konuda uluslararası literatürdeki bulgulara değinilerek, ardından Türkiye üzerine yapılan tartışmalar ele alınacaktır.

3.1 Uluslararası Literatür

Bu bölümde özellikle Latin Amerika, Asya ve Afrika'daki geç kapitalistleşen ülkelerin yabancı sermaye akımlarından nasıl etkilendiğine ilişkin literatür tartışması yer almaktadır. Literatürdeki çalışmaların bazıları yabancı sermaye hareketlerini bir bütün olarak ele alırken, bazıları alt kategorilerine ayırarak incelemiştir. Aşağıda, *sermaye akımları ve büyüme ilişkisine dair bulgularına göre* gruplanarak ele alınan bu çalışmalarda, yabancı sermaye akımlarının incelenen ülkeler üzerinde farklılaşan etkiler yarattığı gözlemlenmiştir. Bir bütün olarak sermaye akımlarının ekonomiler üzerinde olumlu ya da olumsuz etkilere sahip olduğunun iddia edilmesinin yanı sıra, türlerine göre bazı sermaye akımlarının olumlu, bazı sermaye akımlarının ise olumsuz etkisinin olduğu da ileri sürülmüştür. Dolayısıyla, yabancı sermaye akımlarının nüfuz ettiği ülkeler üzerinde etkisi konusunda bir görüş birliği sağlanabilmiş değildir.

Uluslararası sermaye akımlarını türlerine göre ayrıştırarak büyüme üzerindeki etkisini analiz eden bazı çalışmalar, *ne doğrudan yatırımlar ne portföy yatırımları ne de diğer kısa vadeli sermaye akımları için ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etki bulamamışlardır*. Durham (2004), 1979-1988 dönemi için, 80 ülkeyi kapsayan çalışmasında, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisinin olmadığını gözlemlemiştir. Ayrıca, ev sahibi ülkelerin finansal gelişmişliklerine bağlı olarak yabancı sermaye hareketlerinin etkilerinin değişebileceği belirtilmiştir. Durham (2003), portföy yatırımları ve diğer kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelediği bir başka çalışmasında da, 1977-2000 dönemi ve 88 ülke için, portföy yatırımlarının büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı ve büyük ölçüde yabancı banka kredilerinden oluşan diğer yatırımların ise negatif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Öte yandan, literatürde karşılaşılan yaygın bir bulgu ise, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer kısa vadeli sermaye akımlarından *bazılarının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu* yönündedir. Buna göre birçok çalışmada, *doğrudan yatırımların kısa vadeli sermaye akımlarının tersine, ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği* belirtilmektedir. Kaminsky ve Reinhart (1998), Latin Amerika ve Asya'da meydana gelen finansal krizleri ele aldıkları çalışmada, diğer bölgelere göre krizleri daha şiddetli yaşayan Latin Amerika'da kısa vadeli sermaye akımlarının daha fazla içerilip, doğrudan yatırımlarda aynı başarının sağlanamadığını ifade etmişlerdir. Çalışmada, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, ihracatın azalması ve finansal aktif fiyatlarındaki balon artışların Latin Amerika'da büyük krizlere neden olduğu vurgulanmıştır. Asya'da ise önce doğrudan yatırımların daha fazla içerilip, sonraki yıllarda sermaye akımlarının bileşiminin değişimiyle kısa vadeli akımların içerilmesinin, yeterince düzenlenmemiş ve denetimden uzak piyasaların da etkisiyle büyük bir krize neden olduğu vurgulanmıştır. Benzer şekilde, Chong ve diğ, (2010), 1988-2002 dönemini ve 51 ülkeyi kapsayan çalışmada, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu, fakat portföy yatırımları ile diğer kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Bosworth ve Collins (1999) ise, 1978-1995 dönemi için, Latin Amerika, Asya ve Afrika'daki 58 ülkede yabancı sermaye yatırımlarının, yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkisini incelemiştir. Yabancı sermaye hareketlerinin

etkileri, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve banka kredileri olarak üç kategori halinde ele alınmıştır. Buna göre, doğrudan yabancı yatırımlar yurtiçi yatırımlarda bire bir artış yaratırken, portföy yatırımları ve banka kredileri ile yurtiçi yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Sonuç olarak, diğer sermaye girişlerine göre doğrudan yatırımların, ev sahibi ülkeler için çok daha etkili olduğu bulgulanmıştır.

Bir grup çalışma ise, *hem doğrudan yatırımlar hem de portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi desteklediği, ancak ticari krediler ve diğer yatırımların olumsuz etkilediğini* belirtmektedir. Aizenman ve diğ, (2011), 1990-2010 dönemi ve 100 geç kapitalistleşen ülkeyi kapsayan çalışmada, öncelikle sermaye hareketleri ve büyüme arasındaki ilişkinin karmaşık bir yapıya sahip olduğunu belirterek, sermayenin türünün, ülkelerin ekonomik yapısının ve küresel büyüme trendinin önemli değişkenler olduğunu vurgulamıştır. Bu doğrultuda yapılan analizlerde, doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir pozitif ilişki tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra, portföy yatırımlarının çok az da olsa büyümeye katkı sağladığı bulgusuna ulaşılmıştır. Son olarak da, diğer kısa vadeli akımların büyümeyi negatif etkilediği bulunmuştur. Mclean ve Shrestha (2002) ise, Asya, Afrika ve Latin Amerika'daki 40 ülke için, 1976-1995 dönemine ait panel ve zaman serisi verilerini kullanarak, portföy yatırımları ve ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulurken, ticari kredilerin büyümeyi olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir. Karaca ve Vergil (2010) de, benzer bir bulguya ulaşmıştır. Yazarlar, 1980-2005 dönemi için 25 geç kapitalistleşen ülkeye yönelik yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini panel veri test ve tahmin metotları kullanarak tahlil etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları test edilen ülkelerin ekonomik büyümelerini olumlu yönde etkilerken, kısa vadeli sermaye hareketleri olumsuz etkilemiştir.

Buna karşın bazı çalışmalar, *uluslararası sermaye akımlarının bir bütün olarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini* iddia etmektedirler. Klein ve Olivie (2008), 1986-1995 ve 1976-1995 dönemlerini kapsayan ve yatay-kesit veri analizini kullandığı çalışmalarında, finans piyasalarını serbestleştirerek dünya piyasaları ile bütünleşmeyi sağlayan ülkelerin, büyüme rakamları ve finansal derinliğinin daha iyi olduğunu tespit etmişlerdir. Yine olumlu etki çerçevesinde değerlendirilebilecek Mudy ve Murshi (2011) ise, sermaye hareketlerinin büyümeye olumlu etkisinin,

büyümenin niteliğine göre farklılaşacağını belirtmiştir. Bu çalışmada yazarlar, 1980-2003 dönemi için panel veri analizini kullanarak, 61 ülkede sermaye hareketleri ve büyüme ilişkini incelemiş ve iki farklı büyüme şeklinin olabileceğini ve bu büyüme şekillerinin sermaye hareketlerine farklı tepkiler verebileceğini belirtmiştir. Buna göre, büyüme oynaklığının yüksek olduğu durumda, sermaye akımlarının düşük oranlı bir büyüme yaratacağı, fakat oynaklığın düşük olduğu durumda sermaye hareketlerinin büyümeye daha olumlu bir katkı sağlayacağı bulgusuna ulaşmıştır**.**

3.2 Türkiye Üzerine Literatür

Türkiye'de uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerine dair iki grup çalışma, keskin bir çizgiyle birbirlerinden ayrılmaktadır. Birinci grup çalışma, uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisini yabancı sermayenin spekülatif oyun alanı haline getirdiğini belirterek, ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerine dikkat çekmektedir. Bir diğer grup çalışma ise, türlerine göre uluslararası sermaye akımlarının, ekonomiyi tamamen veya kısmen olumlu etkilediğini ifade etmektedir.

Uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerine dikkat çeken çalışmalardan Boratav (2001), 2000 krizi öncesi dönemi kapsayan 10 ay ve kriz sonrası dönemi içeren 8 aya ilişkin karşılaştırmalı bir analiz yapmıştır. Buna göre, Türkiye ekonomisinin maruz kaldığı büyük miktardaki net sermaye çıkışlarının ciddi bir ekonomik bunalıma yol açtığını belirtmiştir. Boratav'a göre, sermaye hareketleri ekonomi üzerinde istikrarsız bir canlanma, finansal kargaşa ve kriz etkisine yol açtığı için, sermaye hareketlerinin denetlenmesi gerekmektedir.

Boratav ve Yeldan (2001), 1980 sonrası Türkiye'nin kısa vadeli sıcak para hareketlerinin spekülasyonuna açıldığını belirtmiştir. Yüksek reel faiz ve aşırı değerli Türk Lirası politikası, fonların sabit sermaye yatırımlarını finanse etmek yerine, arbitraj getirisi amaçlı kullanılmasına neden olmuştur. Bu durum da, reel üretim ve yatırım kararları açısından önemli bir belirsizlik ve istikrarsızlık tehdidi oluşturmuştur. Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinin uluslararası finansal piyasalara eklemlenmesiyle birlikte, finansal ve reel piyasalar arasındaki ilişkinin tamamen koptuğu yargısına ulaşılmıştır. Benzer şekilde kurlardaki belirsizliklerin artmasına, faiz-kur arbitrajına bağlı spekülatif kazançların özendirilmesine ve finansal sermaye hareketliliğinin reel üretimden kopmasına vurgu yapan Yeldan (2002), finansal hareketlilikteki önemli artışa rağmen, uluslararası net sermaye girişlerinin yatırım

finansmanı sağlayarak reel sermaye birikimi ve ekonomik büyümeye önemli bir katkı yapmadığını belirtmiştir.

Benzer bir saptamayla Celasun ve diğ. (1999) ise, 1993-1997 dönemini kapsayan ekonometrik bir analizle, sermaye akımlarının özel ve kamu yatırımları üzerindeki etkisinin olumsuz ve anlamsız olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Öte yandan, Akçoraoğlu (2001), 1989:1 ve 1999:4 dönemi için Granger nedensellik testi ve VAR modeli kullanarak, sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir pozitif etkisinin olmadığını bulmuştur. Ayrıca, 1984:1-1988:4 ve 1989:1-1999:4 dönemleri için, sermaye hareketleri ve cari işlemler arasındaki ilişki test edilerek, ilk dönem için bir nedensellik bulunamamış, fakat dış finansal serbestleşme dönemine dahil olan 1989 yılı sonrasında, sermaye hareketlerindeki bir şokun cari işlemler dengesini açıklamada önemli olduğu saptanmıştır.

Benzer şekilde, Güriş (2007), 1992-2005 dönemi için, üçer aylık verilerle vade yapılarına göre sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki etkilerini VAR modeli ile analiz etmiştir. Bu çalışmanın literatürdeki diğer çalışmalardan farkı, ödemeler bilançosunda yer alan portföy yatırımları ile diğer kısa vadeli yatırımların toplamını, toplam kısa vadeli sermaye hareketleri; doğrudan yabancı yatırımlar ile diğer uzun vadeli yatırımların toplamını da uzun vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırıp analize katmasıdır. Çalışmanın sonuçlarına göre, toplam uzun vadeli ve toplam kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek herhangi bir şoka karşı, büyüme oranının ilk 3 aylık süre itibariyle neredeyse aynı oranda tepki verdiği gözlemlenmiştir. Fakat, toplam kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkisinin daha uzun dönemlere kadar devam ettiği görülmüştür. Bu nedenle kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek bir şokun, uzun vadeli sermaye hareketlerindeki bir şoka oranla büyüme oranı üzerinde daha uzun dönemli bir etkisinin olduğu belirtilmiştir. Böylece, kısa vadeli sermaye hareketlerinin kriz yaratıcı etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Karahan ve İpek (2013), Türkiye ekonomisindeki 1989-2011 dönemindeki yabancı sermaye hareketlerinin evrimini, hacim ve bileşim açılarından değerlendirerek, en istikrarlı sermaye türü olarak nitelendirdikleri doğrudan yabancı yatırımların, diğer geç kapitalistleşen ülkelerle kıyaslandığında Türkiye'de düşük bir oranda kaldığını tespit etmişlerdir. Spekülatif ve kısa vadeli olarak tanımladıkları portföy yatırımları ve diğer yatırımların toplam sermaye hareketleri içindeki paylarının ise yüksek

olduğu ve ayrıca, oynak ve dalgalı bir seyir izlediği vurgulanmıştır. Dolayısıyla, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin ekonomideki kırılganlıkları arttırıcı özelliklere sahip olduğu belirtilmiştir.

Uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisini tümüyle olumsuz etkilediğini, finans sektörü ile reel sektörün koptuğunu ve istikrarsızlık yarattığını ifade eden yukarıda ele alınan çalışmalara karşın, sermaye akımlarının, çeşitli makro göstergeler üzerinde kısmen veya tamamen olumlu etki yaptığını bulgulayan çalışmalar da bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalardan bazıları sermaye akımlarını bir bütün olarak ele alırken, bazıları ise farkı sermaye türlerine göre ekonomi üzerindeki etkileri incelemişlerdir.

Sermaye akımlarını türlerine göre ayrıştırmadan bir bütün olarak ele alan çalışmalardan Söylemez ve Yılmaz (2012), Türkiye ekonomisinde 1992:1-2012:2 dönemi ödemeler bilançosu verilerini kullanarak, ekonomik büyüme ve yabancı sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi ekonometrik ve istatistiki analizlerle incelemişlerdir. Yazarlar, literatürdeki sermaye akımlarının ulusal ekonomiyi olumsuz etkilediği iddiasından farklı olarak, Türkiye'nin 1992:1-2012:2 dönemi ödemeler bilançosu verilerini kullanarak büyümenin varyansının uzun dönemde %44 oranla sermaye şokları tarafından açıklandığı ve yabancı sermaye akımlarının, Türkiye'de ekonomik büyümeye önemli bir katkı sağladığını bulmuşlardır. Ayrıca, Granger nedensellik testi ile sermaye girişlerinin büyümenin Granger nedeni olduğu, başka bir ifadeyle sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi desteklediğini tespit etmişlerdir. Benzer şekilde, Çimenoğlu ve Yentürk (2003), Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerindeki artışın öncelikle özel sektörün tüketim talebini, ikincil bir etki olarak da yatırım harcamalarını artırdığını ve ekonomik büyümeye yol açtığını bulgulamıştır.

Sermaye akımlarını türlerine göre ayrıştırarak inceleyen çalışmalardan İnsel ve Sungur (2003) da, sermaye girişlerinin her türünün Türkiye ekonomisi üzerinde olumlu etkileri olduğuna dikkat çekmektedirler. Yazarlar, 1989:3-1999:4 dönemi için kurulan ekonometrik bir modelle, kısa ve uzun vadeli tüm sermaye girişlerinin üretim, yatırım ve büyüme oranları ile pozitif ilişkisi olduğunu bulmuşlardır. Fakat, sermaye çıkışlarının söz konusu ekonomik büyüklükler üzerinde azaltıcı etkiler yarattığı da tespit edilmiştir. Sermaye hareketlerinin olumlu etki doğurduğu saptaması Örnek (2008)'de de mevcuttur. Söz konusu çalışma, Türkiye için 1996:4–

2006:1 dönemi için zaman serilerini ve VAR modelini kullanarak, kısa ve uzun vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki yarattığını bulmuştur. Bununla birlikte yazar, doğrudan yabancı yatırımların yurtiçi tasarrufları hem kısa hem de uzun dönemde pozitif yönde etkilerken, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yurtiçi tasarrufları olumsuz etkilediğini saptamıştır.

Sermaye türlerinin bazılarının ekonomi üzerinde olumlu, bazılarının ise olumsuz etkiler doğurduğuna dikkat çeken çalışmalar da mevcuttur. Kar ve Kara (2005), 1980-2000 dönemi yıllık verileri ile yaptıkları ekonometrik analizlerle, doğrudan ve portföy yatırımlarının Türkiye'de yatırımları arttırdığı ve bu etkinin doğrudan yatırımlar için çok daha büyük olduğunu bulmuşlardır. Ancak, uzun vadeli yatırımlar ile yurtiçi yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki bulamazlarken, kısa vadeli yatırımların yurtiçi yatırımları azalttığı sonucuna varmışlardır.

Kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomisi üzerinde olumsuz etkiler doğurduğu iddiasına karşıt bir sonuç bulan Direkçi ve Kaygusuz (2013), 1990:1 ve 2012:4 dönemlerinde Türkiye ekonomisine yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının cari açık, faiz oranı, enflasyon oranı ve milli gelir gibi temel makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini, ARDL sınır testi ve Garanger nedensellik testi ile analiz etmişlerdir. Buna göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi hem kısa hem de uzun dönemde pozitif yönde etkilediği bulunmuştur. Nedensellik testi ile de, kısa vadeli sermaye akımlarından gayri safi milli hasılaya doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Değirmen ve Şengül (2012)'de, VAR modeli kullanılarak, 1992–2005 dönemi için, hem bankacılık hem de sermaye piyasası üzerinden gelen yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde kısa süreli bir etkisinin olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Ayrıca, ekonomik büyümenin sermaye akımlarındaki herhangi bir şoka gösterdiği tepkinin her iki kanal için de büyüklük olarak aynı olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Fakat, bankacılık kanalı için tepki daha hızlı ve uzun süreli iken, portföy yatırımları için daha yavaş ve kısa süreli bulunmuştur. Portföy kanalı ile gelen yabancı sermayenin sanayi üretimindeki büyüme oranına etkisinin, yatırımların ve üretimin kalıcı olarak artmasından ziyade, kapasite kullanım oranlarının artmasından kaynaklandığı gözlemlenmiştir. Ayrıca hisse senedi fiyatlarındaki artışın, tüketicilerin servetlerini dolayısıyla da taleplerini arttırarak üretimi arttırabileceği

belirtilmiştir. Bankacılık kanalı ile gelen uluslararası sermayenin de sanayi üretimini tüketici kredileri kanalıyla bir talep genişlemesi yaratarak arttırdığı tespit edilmiştir.

Yukarıda bahsedilen Uluslararası ve Türkiye üzerine yapılan yabancı sermaye hareketlerinin ekonomiler üzerindeki etkisini inceleyen akademik çalışmalar Çizelge 3.1'de özetlenmiştir.

Çizelge 3.1: Uluslararası ve Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmaların Özeti.

Çalışmayı Yapan(lar)	**İncelenen Ülkeler ve Dönem**	**Kullanılan Değişkenler**	**Sonuç**
Durham (2004)	80 Ülke/ 1979-1988	Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları ve Ekonomik Büyüme	Hem doğrudan yabancı yatırımların hem de portföy yatırımlarının büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunamamıştır.
Durham (2003)	88 Ülke/ 1977-2000	Portföy Yatırımları, Diğer Kısa Vadeli Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme	Portföy yatırımlarının büyüme üzerinde herhangi bir etkisi bulunamamışken, diğer kısa vadeli yatırımların büyümeyi olumsuz etkilediği bulgulanmıştır.
Chong ve diğ, (2010)	51 Ülke/ 1988-2002	Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Diğer Kısa Vadeli Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının büyüme üzerindeki etkisi pozitifken, diğer iki değişkenin etkilerinin negatif olduğu saptanmıştır.
Bosworth ve Collins (1999)	58 Ülke/ 1978-1995	Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Banka Kredileri ve Yurtiçi Yatırımlar	Doğrudan yabancı yatırımlar, yurtiçi yatırım düzeyini pozitif etkilediği fakat portföy yatırımları ve banka kredilerinin yatırım düzeyini olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Çizelge 3.1 (devam): Uluslararası ve Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmaların Özeti.

Aizeman ve diğ, (2011)	100 Ülke/ 1990-2010	Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Diğer Kısa Vadeli Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme	Doğrudan yabancı ve portföy yatırımlarının büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğu, fakat diğer kısa vadeli yatırımların negatif etkiye sahip olduğu bulgulanmıştır.
Mclean ve Shresta (2002)	40 Ülke/ 1976-1995	Portföy Yatırımları, Ticari Krediler ve Ekonomik Büyüme	Portföy yatırımlarının büyümeyi olumlu etkilediği, ticari kredilerin ise olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Karaca ve Vergil (2010)	25 Ülke/ 1980-2005	Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Kısa Vadeli Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme	Doğrudan yabancı ve portföy yatırımlarının olumlu, kısa vadeli yatırımların ise büyümeyi olumsuz etkilediği ifade edilmiştir.
Klein ve Olivie (2008)	Finansal Derinliği Yüksek ve Düşük Olan Ülke Grupları/ 1976-1995	Tüm Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme	Finansal derinliği yüksek olan ülkelerde yabancı sermaye hareketlerinin büyümeyi desteklediği bulgulanırken, aynı durum finansal derinliği düşük olan ülkeler için bulgulanamamıştır.
Mudy ve Murshi (2011)	61 Ülke/ 1980-2003	Tüm Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme	Yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerinde olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.
Boratav (2001)	Türkiye/ 2000 Krizi öncesi 10 ve kriz sonrasındaki 8 ay	Tüm Yabancı Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Göstergeler	Yabancı sermaye hareketlerinin makro göstergeler üzerinde olumsuz etki yarattığı ve ekonomiyi istikrarsızlaştırdığı ifade edilmiştir.

Çizelge 3.1 (devam): Uluslararası ve Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmaların Özeti.

Boratav ve Yeldan (2001)	Türkiye/ 1980-1996	Tüm Yabancı Sermaye Hareketleri, Reel Yatırım ve Üretim Kararları	Yabancı sermaye girişlerinin reel yatırım ve üretim kararlarını olumsuz etkilediği belirtilmiştir.
Celasun ve diğ. (1999)	Türkiye/ 1993-1997	Tüm Yabancı Sermaye Hareketleri ve Yatırımlar	Yabancı sermaye hareketlerinin yatırımları olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Akçoraoğlu ve diğ. (2001)	Türkiye/ 1989-1994	Tüm Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme	Ülkeye giren sermaye hareketlerinin büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı belirtilmiştir.
Güriş (2007)	Türkiye/ 1992-2005	Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme	Uzun vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üstünde olumlu bir etkisinin olduğunu fakat kısa vadeli sermaye hareketlerinin kriz yaratıcı etkisinin çok yüksek olduğu ifade edilmiştir.
Söylemez ve Yılmaz (2012)	Türkiye/ 1992-2012	Tüm Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme	Yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
İnsel ve Sungur (2003)	Türkiye/ 1989-1999	Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Girişleri, Üretim, Yatırım ve Ekonomik Büyüme	Bahsi edilen sermaye türlerinin üretim, yatırım ve büyüme üzerinde olumlu etkileri bulgulanmıştır.
Örnek (2008)	Türkiye/ 1996-2006	Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Girişleri ve Ekonomik Büyüme	Hem kısa hem de uzun vadeli sermaye girişlerinin büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Kar ve Kara (2005)	Türkiye/ 1980-2000	Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları ve Yurtiçi Yatırımlar	Her iki değişkenin de yatırımları olumlu etkilediği bulgulanmıştır.

Çizelge 3.1 (devam): Uluslararası ve Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmaların Özeti.

Direkçi ve Kaygusuz (2013)	Türkiye/ 1990-2012	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme	Kısa vadeli sermaye hareketlerinin beklenilenin aksine ekonomiyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Değirmen ve Şengül (2012)	Türkiye/ 1992-2005	Bankacılık ve Sermaye Piyasaları Üzerinden Gelen Yabancı Sermaye Akımları ve Ekonomik Büyüme	Her ikisinin de büyüme üzerinde olumlu etki yarattığını, ayrıca bankacılık kanalı ile gelen yabancı sermayenin büyüme üzerindeki etkisinin daha uzun olduğu bulgulanmıştır.

Sonuç olarak, gerek uluslararası ve gerekse Türkiye literatüründe, uluslararası sermaye girişlerinin ülke ekonomisi üzerindeki etkilerine dair karşıt iddialar öne sürülmektedir. Cari açığın GSYH'ya oranının 2000'lerde hızla yükselerek, 2013 yılında %8,2 olarak gerçekleştiği Türkiye'de, cari açığın finansmanı daha da kritik bir konu olarak gündemde bulunmaktadır. Cari açığın uluslararası kaynaklardan finansmanında yaşanacak bir aksama, Türkiye ekonomisini derin bir krize sürükleyebilecektir. Gerek Türkiye'de imalat sanayinin ithal girdiye olan bağımlılığı ve gerekse özel sektörün döviz cinsinden borçlarının yüksekliği, bu kırılganlığın görünürdeki nedenleridir. Türkiye geç kapitalistleşen bir ülke olarak, üretken sermaye birikiminin ilerletilmesi ve imalat sanayi yapısında yüksek katma değerli mal üretim ve ihracatına doğru olan dönüşümü gerçekleştirmede, dış finans kaynaklarına ihtiyaç duymaktadır. Bu bağlamda bu tez uluslararası sermaye kaynaklarının içselleştirilmesinin, Türkiye'de büyüme sürecini finanse etmede işlevsel olup olmadığı sorusunu yanıtlamayı amaçlamaktadır. Türkiye, yabancı finans kaynaklarını ülkeye çekerek sanayileşme ve büyümeye ket mi vurmuştur? Yoksa, aksine, uluslararası sermaye girişleri büyüme sürecini finanse eden ve böylece, üretken sermaye oluşumunu hızlandıran bir katalizör işlevi mi görmüştür?

İzleyen bölümde, Türkiye ekonomisinde yapısal dönüşüm süreci alt-dönemler itibariyle ve makro veriler aracılığıyla ele alınarak, yabancı sermayenin söz konusu dönüşüme ne şekilde entegre olduğuna işaret edilecektir. Türkiye'deki tarihsel sürecin ortaya konulması, tezin analiz bölümü için bir zemin sağlayacaktır.

4. TÜRKİYE'DE ÜRETKEN SERMAYE OLUŞUM SÜRECİNİN BİR BİLEŞENİ OLARAK YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ

Türkiye'de 1950'ler öncesinde sağlanan ticari birikim temelinde, kapitalist sermaye birikimi için başat öneme sahip üretken sermayeye geçiş 1960'lı yıllarda yoğunluk kazanmıştır (Ercan ve diğ, 2008, s:232). Bu yıllarla birlikte Türkiye'de, iç ve dış konjonktürle uyumlu olacak şekilde, sınai birikimin ilerletilmesi için bazı strateji ve politikalar belirlenmiştir. İlk olarak, üretken sermayenin iç pazar koşullarında korumacı bir ortamda sağlanan çeşitli devlet teşvikleri ile gelişmesi amaçlanmıştır. Aşırı değerli yerli paranın ihtiyaç duyulan ithal girdi ve sermaye mallarını ucuzlatması, kamu iktisadi teşebbüslerinin üretken kapitalistlerin gereksindiği girdileri düşük fiyatla üreterek sunması, sosyal devlet politikaları ve gelir politikası ile iç talebin desteklenmesi söz konusu teşviklerden bazılarıdır. İthal İkameci Sanayileşme Stratejisi (İİS) olarak adlandırılan bu dönemin yükselen ücretler ve yaşanan döviz darlığı nedeniyle tıkanması sonucu, sermaye birikiminin içinde bulunduğu krizden çıkması için, 1980 sonrasında sınai birikim ihracata yönlendirilmiştir (Ercan, 1998). 1990'lı yılların başından itibaren ise, ihracat artış hızının yavaşlamış olması ile birlikte, döviz biçimindeki sermaye kıtlığı ülkeye portföy yatırımları çekilerek giderilmeye çalışılmıştır. 1980 ve 1990'lı yıllarda sağlanan birikim kullanılarak da, 2000'li yıllarda belirginleşen bir eğilim olarak, üretken sermaye-temelli birikimin daha yüksek bir aşaması olan orta ve yüksek teknolojiye dayalı sektörlere, bir diğer deyişle yüksek katma değer üretimine geçiş amaçlanmıştır. Türkiye'de sermaye birikim sürecinin alt dönemlerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Ercan ve diğ, 2008):

1. 1960 öncesi:	Üretken sermaye öncesi dönem– Kapitalizmin İnşa Yılları
2.1960-2000'ler:	Üretken sermaye dönemi
2.1 1960-1979:	İç pazara yönelik birikim– İthal İkameci Sanayileşme
2.2 1980 sonrası:	Dışa yönelik birikim– Dünya pazarlarıyla artan bütünleşme

2.2.1 1980-1990: İhracata Yönelik Sanayileşme

2.2.2 1990-2000: Uluslararası Para Sermayeyi İçselleştirme süreci

2.2.3 2000'ler: Üretken Sermayenin Derinleşme Dönemi–Yüksek katma değerli üretime geçiş çabası

Türkiye kapitalizminde yaşanan dönüşümü incelerken, ihmal edilmemesi gereken önemli bir konu yabancı sermayenin bu dönüşümdeki rolüdür. Özellikle 1960'lardan başlayarak günümüze kadar, yabancı sermaye kaynakları olabildiğince içselleştirilmeye ve sermaye birikiminin hızlandırılması için kullanılmaya çalışılmıştır. Geç kapitalistleşen ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ve para sermayenin belirli ölçülerde içselleştirilmesi, ne siyasi kararların yanlışlığına bağlanmalı, ne de dışarıdan içeriye doğru bir dayatmanın sonucu olarak algılanmalıdır (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:36). Erken kapitalistleşmiş ülkelerdeki aşırı sermaye birikimi ve geç kapitalistleşen ülkelerde sermaye birikiminin ulaştığı aşamada dış kaynağa duyulan ihtiyacın derece ve niteliği, bir diğer deyişle küresel ve ulusal dinamiklerin ortak bir noktada kesişimi söz konusu içselleştirmenin ardında yatan dinamikleri açıklamaktadır (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:36). Kalkınma sürecinde Türkiye, diğer geç kapitalistleşen ülkeler gibi, sermaye birikimi sağlayabilmek için yabancı sermaye kaynaklarını kullanmaya çalışmıştır. Örneğin, belirli bir sermaye birikimine ulaşmış Güney Kore'ye yabancı sermaye ağırlıklı olarak doğrudan yabancı yatırım şeklinde akarken; Türkiye, Arjantin ve Brezilya gibi üretken sermaye oluşumlarını arttırmak isteyen ülkelere görece daha fazla para sermaye şeklinde girmiştir (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:37). Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinde üretken sermaye oluşumunun belirginleştiği 1960 sonrasındaki yapısal dönüşüme ait alt-dönemler, erken kapitalistleşen ülkelerdeki aşırı birikim ve geç kapitalistleşen bir ülke olarak Türkiye'deki birikim koşulları ile bu iki etkiden kaynaklanan yabancı sermaye hareketleri çerçevesinde incelenecektir. Aşağıda ilk olarak 1923-1960 arası üretken sermaye öncesi dönem ele alınacak, ardından 1960 sonrası üretken sermaye dönemi, sırasıyla İİS ve dışa yönelik birikim alt-dönemleri çerçevesinde değerlendirilecektir.

4.1 1923-1960: Üretken Sermaye Öncesi Dönem–Kapitalizmin İnşa Yılları

1923 yılı, Anadolu coğrafyası üzerinde yeni bir devletin kurulduğu ve Osmanlı İmparatorluğu'nun tarihe karıştığı bir yıldır (Boratav, 2006, s:39). Türkiye'de sermaye birikiminin sağlanması ve kapitalist ilişkilerin oluşturulması Cumhuriyet'in kuruluşu ile atılan adımlarla başlamış ve bu süreç 1960'lı yıllara kadar devam etmiştir.

Bu dönemin sermaye birikimine ilişkin kritik önemi, geleneksel tarımsal yapıların dönüşümü ve üretken sermaye oluşumunun önkoşullarının hayata geçirilmesidir. Kapitalist birikim için gereken tarımsal artığın ve işgücü fazlasının sağlanması için, geleneksel üretim ve bölüşüm ilişkilerine dayalı tarımsal yapıların dönüşümü gerekmiştir. Bir diğer deyişle, tarımsal kesimin piyasa ilişkileri çerçevesinde yapılandırılması, bu sektörden bir kaynak aktarımı yaratarak sermaye birikimini desteklemiştir (Ercan ve diğ, 2008, s:226). Ayrıca, ağırlığı tarımsal kesim üzerinde olan vergiler ile dönemin fiyat-ücret politikaları bu süreci destekleyen diğer unsurlar olmuştur (Köymen, 2007, s:101).

Tarımda 1923-1930 döneminde hızlı bir üretim artışı sağlanmasına rağmen, tarımsal üretim yapısında radikal bir değişim yaşanmamıştır. Bu süreç içerisinde tarımsal üretim piyasa ilişkilerine açılmaya başlansa da, tarım kesiminde sınai birikime katkı sağlayacak asıl dönüşüm, 2.Dünya Savaşı'nı izleyen on yıllık dönemde sağlanmıştır (Ercan ve diğ, 2008, s:227). Marshall Planı kapsamında yabancı finansal kaynaklarla da desteklenen bu süreç, tarımın makineleşmesiyle birlikte geleneksel üretim ilişkilerini dönüştürerek, pazar için üretilen tarımsal ürün payını arttırmıştır. Bu sayede, şehirlerde sanayileşmenin ön koşulu olan düşük fiyatlı ve fazla miktarda besine ulaşım kolaylaşmıştır. Bu bağlamda, kırsal bölgelerden şehirlere göçün artmasıyla birlikte, sanayi sektörü için gerekli olan iş gücü de sağlanmıştır (Ercan ve diğ, 2008, s:227).

Dönem içerisinde, tarım sektöründe yaşanan dönüşümün yanı sıra üretken sermaye oluşumunun bir diğer önkoşulu olan altyapı yatırımlarında da belirli bir mesafe kaydedilmiştir. Cumhuriyet'in ilan edilmesiyle başlayan bu süreç, sağlık, eğitim ve ulaştırma alanlarında önemli ilerlemeler sağlamış ve 2.Dünya Savaşı sonrası hızlanan altyapı yatırımları ile devam etmiştir (Gülalp, 1987, s:38).

GSYH'nin 1923-1960 dönemindeki sektörel bileşimine bakıldığında, tarım ve hizmet sektörlerinin sırasıyla %45 ve %40 ile önemli paylara sahip olduğu görülmektedir. Sanayi sektörü ise %15 civarında bir paya sahip olmuştur. Ancak, 1960'lara doğru, GSYH içinde tarım sektörünün payı azalırken, sanayinin payı artma eğilimi göstermiştir (Ercan ve diğ, 2008, s:227).

Öte yandan, dönem içerisinde özel sektör yatırımlarının daha çok dayanıklı tüketim malları sanayine yoğunlaşmasından dolayı, devlet üretken sermayenin gereksinim duyduğu birçok sınai girdinin üretimini bizzat üstlenmiştir (Ercan ve diğ, 2008, s:226). Aslında bu süreç, 1930'lı yıllardan itibaren, devletin yoğun olarak sınai yatırımlara girişmesiyle başlamıştır. 1923 öncesi savaş ortamının yarattığı koşullarda gerileyen sanayi üretimi, 1923-1929 döneminde tekrar toparlanma eğilimi yakalasa da, gerçek anlamda bir sınai dönüşümden söz edilmesi mümkün değildir. Çünkü bu dönemdeki sınai üretim daha çok geleneksel zanaatlar ve küçük sınai faaliyetlere dayalı kalmıştır. 1929'da başlayan ve etkisini tüm dünyada hissettiren Büyük Buhran ise bir kırılma etkisi yaratarak, devletin sanayide itici bir güç haline gelmesini sağlamıştır. Devletin sanayide aktif bir rol üstlenmesiyle, eskiden ithal edilen temel tüketim ve ara mallarının bir kısmı ülke içinde üretilmeye başlanmıştır (Ercan ve diğ, 2008, s:229).

Sermaye birikiminin sağlanmasına yönelik tarım ve altyapı alanlarındaki dönüşümlere paralel olarak, sermaye kesiminin ilk birikimini ticaret üzerinden sağladığı görülmektedir. Bununla beraber, bu kesim 1940'lardan itibaren bankalar kurarak para sermaye üzerinde de belli bir denetim mekanizması oluşturmuştur (Gültekin-Karakaş, 2009). 1950'lerden itibaren, sağlanan ticari ve para sermaye birikimi temelinde, üretken sermayeye dönüşüm söz konusu olmuştur. Bunun somut bir göstergesi, 1946-1960 yılları arasında sanayi işletmeciliğinin önceki yıllara nazaran kayda değer bir artış göstermesidir. Ayrıca, bu dönem içinde girişimcilerin %43'ü ticaretten sanayiye geçmiştir (Ercan ve diğ, 2008, s:230). Ancak, sınai birikime geçiş 1960 öncesinde başlamakla birlikte İİS'nin planlar çerçevesinde uygulanarak üretken sermaye oluşumuna yönlendirilişi, 1960 sonrasında olmuştur.

1950'lere gelindiğinde, önceki yıllarda hızla gelişmeye başlayan ticari sermaye ve toprak sahipleri arasında yaşanan sermaye içi çatışma, birikim sürecini yeni bir boyuta taşımıştır (Ercan ve diğ, 2008, s:230). Ticari sermayedarlar, ticari ve tarımsal politikaları da uyumlulaştırarak sanayi sermayesine dönüşmeyi amaçlamıştır.

Sermaye içi söz konusu çatışma, 1960 darbesi sonrası Devlet Planlama Teşkilatı (DPT)' nin kurulması ve İİS'nin planlar kapsamında hayata geçirilmesiyle üretken sermaye lehine çözümlenmiştir.

1950'li yıllardan itibaren sınai birikime yöneliş sürecine, yabancı sermaye de entegre olmuştur. Bu doğrultuda, 22.05.1947 tarihli kararnameyle Maliye Bakanlığı, yabancı sermayenin kısmen veya tamamen dışarı çıkışına ilişkin kararlarda yetkili bir konuma getirilmiştir. 1951'de çıkarılan Yabancı Sermaye Kanunu da, tarım ve ticareti yabancı sermayeye kapalı tutmuş ve kâr transferini sınırlandırmıştır Ancak söz konusu kısıtlamalar dolayısıyla yetersiz bulunan bu kanun kaldırılıp, 1954 yılında Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası çıkarılarak söz konusu kısıtlamalardan tamamen vazgeçilmiştir (Kazgan, 2002, s:83). Bu süreçte yerli sermaye grupları, bazılarıyla daha önce satış bayii düzeyinde ilişki kurdukları uluslararası şirketlerle ortaklıklar kurarak, ithal ürünlerin ikamesini sağlayacak yerli sınai üretime başlamışlardır (Ercan ve diğ, 2008, s:230). Ağırlıklı olarak yabancı sermayenin içerildiği bu ortaklıklar; ilaç, kimya, tarım ilaçları, otomotiv, elektrikli makine, ampul gibi dayanıklı tüketim mallarını kapsayan sektörlerde yoğunlaşmıştır. 1950'li yıllarda sınai birikiminin oluşturulma sürecinde temel öğe dış kaynaklı sermaye olmuştur. Doğrudan yatırımlar, ticari kısa ve uzun vadeli krediler ve dış yardımlar (Marshall Yardımı) bu noktada önemli bir işleve sahip olmuştur. Öyle ki, 1950-1960 döneminde yaklaşık olarak 1 milyar dolar program kredisi, 600 milyon dolar ithalatçı kredisi ve 210 milyon dolar civarında ticari kredi kullanılmıştır (Kazgan, 2002, s:88). Doğrudan yatırımlar ise, bu dönemde alınan kredilerin çok altında kalmıştır. 1950-1959 yılları arasında ülkeye çekilen doğrudan yatırımlar 77 milyon dolarla sınırlı kalmıştır. Bu döneme 1960 yılı da dahil edildiğinde ulaşılan rakam ancak 101 milyon dolar civarındadır (Kazgan, 2002, s:89).

Türkiye ekonomisi 1950'li yılların sonunda, sermaye birikim mekanizmasında yaşanan bu dönüşüm sırasında ciddi bir döviz darboğazı yaşamıştır. Artan ithalatın geleneksel tarım ürünleri ihracatından sağlanan döviz geliri ile karşılanmaya çalışılması ve bunun yanı sıra dış finansman bulmada karşılaşılan sıkıntıların etkisiyle ciddi ekonomik sorunlar ortaya çıkmıştır. Yaşanan bu sorunlara bir çözüm olarak, 1960-1980 döneminde planlar çerçevesinde uygulamaya konulacak İİS stratejisi hayata geçirilmiştir.

Aşağıda ilk olarak, 1960 sonrası üretken sermaye döneminin birinci alt-dönemi olan 1960-1979 arasındaki İİS stratejisi ve yabancı sermayenin söz konusu sanayileşme süreci ile ilişkisi değerlendirilmektedir.

4.2 1960-2000'ler: Üretken Sermaye Dönemi

4.2.1 1960-1979: İç pazara yönelik birikim – İthal ikameci sanayileşme stratejisi

Ekonominin 1950'lerde içine düştüğü bunalımdan çıkışı için, sermayenin planlı ve programlı kullanımı tercih edilmiş ve bu dönemle birlikte iktisat politikaları planlama tabanına oturtulmuştur (Boratav, 2006, s:118). Bu doğrultuda, 1963-1967 dönemini kapsayan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı hayata geçirilmiştir. İlk planı takiben İkinci Kalkınma Planı (1968-1972), Üçüncü Kalkınma Planı (1973-1977) ve son olarak da, Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (1979-1983) hazırlanmıştır. Tüm bu planlar, Türkiye'nin kapitalist sanayileşme sürecinde mesafe kat etmesi için her bir plan döneminde gereksinim duyulan politika çerçevesini ve finansman kaynaklarını belirlemiştir.

Söz konusu planlama hamlesiyle birlikte, ağırlıkla tarım ve ticaret sermayesine dayanan birikim modelinden, korumacı bir ortamda iç pazara yönelik sanayi sermayesine dayalı bir birikim modeline geçiş amaçlanmıştır. Gelişme biçimi göz önüne alındığında; korumacı ve iç pazara dönük olan ithal ikameci politika, 1930'lı yıllarda uygulanan sanayileşme hamlesine benzemekle birlikte, aşağıda da işaret edileceği gibi, sanayileşmeye yapılan vurgu, yatırımların dağılımı ve sektörel öncelikler bakımından, farklı özellikler taşımaktadır (Boratav, 2006, s:118).

1930'lı yıllarda başlayan tüketim mallarının yaygın ithal ikamesi 1950'li yılların sonuna kadar sürdürülmüş ve tamamlanmıştır. Bu dönemde gerçekleşen ithal ikameci sanayileşme, dönemin sosyo-politik ve bölüşüm ilişkileri tarafından şekillendirilmişti. Süreç içinde filizlenerek büyüyen kentli ve taşralı burjuvazinin ulaştığı gelir düzeyi, kaynakların bu sermaye kesiminin tercihlerine göre dağılımını da beraberinde getirmiştir. Zira güçlü tüketim talebi ve sınai yapının ulaştığı aşama, artık yaygın tüketim mallarından ziyade dayanıklı tüketim mallarının üretimine geçişi olası kılmıştır (Boratav, 2006, s:119).

Bu bağlamda, 1950'li yıllarda güçlenen büyük toprak sahiplerinin ve bir kısım ticaret sermayesinin siyasal sistemdeki etkinliğinin artmış olması, sanayi sermayesine

dönüşüm halindeki sermaye kesimlerinde rahatsızlık yaratmıştır. Özellikle enflasyon oranlarının yüksek olduğu söz konusu dönemde ticari kazançlar artmış, bu durum da sermayenin sanayi yatırımlarına kaymasını zorlaştırmıştır. Sonuç olarak da, yaşanan süreç sermayenin en örgütlü fakat en az gelişmiş kesimi olan sanayi sermayesini, birikimi hızlandırmak üzere daha fazla kaynak talep etmeye sevk etmiştir (Ercan ve diğ, 2008, 229).

Nitekim sanayi sermayesinin beklentileri doğrultusunda, tarımdan sanayiye kaynak aktarımı gerçekleştirilmiştir. İç pazara yönelik sermaye birikim sürecinde tarımsal ürün fiyatlarının düşük tutulması, sanayi kesiminde işgücü maliyetlerinin aşağıya çekilmesine katkı sağlamıştır. Ayrıca, tarımsal ürün ihracatı ile elde edilen döviz, Türkiye sanayinde ihtiyaç duyulan girdi ve makine ithalatını karşılamada kullanılmıştır.

Dönemin sektörel bileşimine bakıldığında, tarım ve hizmet kesiminin GSYH'nin önemli bir kısmını oluşturmakla birlikte, sanayi kesiminin payının bu dönemde %16'dan % 23'e yükselmesi, izlenen politikaların sanayi kesimini olumlu etkilediğini göstermektedir (Ercan ve diğ, 2008, s:234).

Dönemin dış konjonktürüne bakılacak olursa, Türkiye'nin İİS stratejisini destekleyen bir dış ortamın olduğu görülmektedir. Dış dünyadan gelen talepler, özellikle kamu harcamalarının, öncelikli olarak da yatırımların, belirli bir kalkınma programına bağlanması yönünde olmuştur. Bu tür bir programlama ve düzenleme gerek dış borçlanmayı gerekse yabancı sermayenin ülkeye gelişini daha güvenilir bir çerçeveye oturtmuştur. Ayrıca yabancı sermaye, korunan iç pazar koşullarında yüksek kârlılık sağlayabileceği imalat sanayine doğrudan üretici pozisyonunda girerek, bu politikanın tüm birikim olanaklarını kullanmak istemiştir. Bu koşullar altında, Türkiye'nin üretken sermaye birikimi sağlama çabası ve erken kapitalistleşen ülkelerdeki sermayenin aşırı birikimi olgusu, bu türden bir uzlaşı ortamının oluşmasını sağlamıştır.

Planlı dönemde gerçekleşen sermaye hareketlerine bakıldığında, dış kaynak gereksiniminin artmış olduğu ve dış ödeme güçlüklerinin yaşandığı görülmektedir (Kepenek ve Yentürk, 2001, s:166). Beklenenin aksine bu dönemde dış kaynaklara olan bağımlılığın azalmamasının nedenleri, ara ve yatırım malları açısından ithalata bağımlı bir sınai üretim yapısının oluşması ve ayrıca, ihraç ürünlerinin geleneksel

tarım ürünlerine bağlılığından dolayı kaynaklanan sınırlılığı ve dolayısıyla da, döviz cinsinden para sermaye gereksiniminin büyümesidir. Nitekim, planlı sanayileşme döneminde, sermayenin dış kaynakları genişlemiş ve çeşitlenmiştir. İzleyen çizelge, ilk 3 plan döneminde kalkınmanın dış finansman kaynaklarındaki çeşitliliği ortaya koymaktadır.

Çizelge 4.1: Plan Dönemlerine (1963-1977) Göre Sermayenin Dış Kaynakları, Milyon Dolar.

Döviz Biçiminde Sermaye Kaynağının Türü	**1963-1967**	**1968-1972**	**1973-1977**
Turizm Dengesi	-65	55	74
İşçi Dövizi Girişi	287	1732	5886
Özel Yabancı Sermaye	115	183	362
Proje Kredileri	317	921	1931
Program Kredileri	723	516	181
Bedelsiz İthalat	38	142	444
IMF Kredileri	213	225	-
Kısa ve Orta Vadeli Krediler	-121	413	4375

Kaynak: Kepenek ve Yentürk, 2001, s:167

Sanayide yüksek ithal girdi bağımlılığı ve ihracattaki durgunluk veri iken, İİS'nin sürdürülebilmesi, ekonomiye önemli miktarda dış kaynak enjekte edilmesi ile sağlanmıştır. Nitekim, dövize çevrilebilir mevduat olarak adlandırılabilen kısa ve orta vadeli kredilerde giderek artan bir trend yakalanmış ve üçüncü kalkınma planı döneminde bu rakam 4 milyar doları aşmıştır. Türkiye'ye getirilmesi zorunlu olmayan ve kaynağı araştırılmadan açılmasına izin verilen dövize çevrilebilir mevduatlar, 1967-1978 yılları arasında yeni bir dış finansman kaynağının yaratılması ve dış ticaret açığının yarattığı olumsuzlukları yumuşatabilmek adına yürürlüğe konmuş ve başarılı da olmuştur. Ayrıca bu dönemde proje kredilerinde her geçen yıl büyüyen artışlar sağlanmıştır (Bkz. Çizelge 4.1).

Döviz cinsinden para sermaye ihtiyacını karşılayan bir diğer dış kaynak ise Avrupa'daki Türk işçilerinin gönderdiği dövizler olmuştur (Boratav, 2006, s:122). 1963-1967 yılları arasında 287 milyon dolar civarında olan işçi dövizleri, 1973-1977 yılları arasında 5,886 milyar dolara ulaşarak ciddi bir katkı sağlamıştır. Yabancı sermayeli ortaklıkları kapsayan ve ülke içinde yerli sermaye grupları ile belirli sektörlerde üretim faaliyetlerinde bulunan yabancı özel sermaye, dış kaynak sağlama konusunda önemli katkılarda bulunmuştur. İlk üç plan döneminde yabancı özel sermaye girişlerine bakıldığında sırasıyla 115, 183 ve 362 milyon dolar civarında olduğu görülmektedir. Bu verilerden, özel yabancı sermayenin dış finansmandaki yerinin düşük kalmakla birlikte, yıllar içinde arttığı görülmektedir. Bununla birlikte yabancı özel sermayenin sayısal ağırlığı ile birlikte kullanıldığı alt sektörler, ivme kazandırdığı yerli sermaye ve kullandığı üretim teknolojisi, iktisadi gelişim noktasında yerli ekonomi için büyük bir önem arz etmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2001, s:169). 1970'lerin, finansal baskı politikalarının dünyada henüz etkisini tam olarak yitirmediği bir dönem olduğu düşünülürse, dış kaynaklarda özel finansmanın payının resmi kaynaklara ve işçi dövizlerine göre düşük kalması anlaşılabilir bir durumdur.

Çizelge 4.2: 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası'ndan Yararlanan Ortaklıklara İlişkin Bazı Veriler, 31 Aralık 1980.

SEKTÖRLER	Ortaklık Sayısı	Sektörel Dağılım (%)	İzin Verilen Yabancı Sermaye (Milyon TL)	Toplam Sermaye (Milyon TL)
1.SANAYİ				
Gıda, İçki, Tütün	7	11,6	1116	1.915
Dokuma-Giyim	1	3,9	374	499
Kağıt	1	0,5	49	87
Lastik	3	5,5	532	1008
Plastik İşleme	1	-*	4	10
Kimya	21	9,9	954	1281
Cam	2	2,3	226	2150
Taşıt Araçları	8	18,0	1740	5460
Maden Eşya	12	4,5	435	4345
Makine	6	3,5	337	764
Tarım Alet ve Makine	1	0,2	18	70
Elektrik Makine	17	24,8	2391	5510
Çimento	1	0,9	84	280
Yapı Araçları	3	1,6	154	525
Tüm Sanayi	84	87,3	8414	23931
2.TARIM	1	-*	1	2
3.MADENCİLİK	1	0,2	20	20
4.HİZMETLER				
Turizm	7	4,0	385	679
Bankacılık	5	8,5	809	3724
Araştırma-Danışma	2	0,1	14	34
Sanayi Dışı Toplamı	16	12,9	1229	4459
GENEL TOPLAM	100	100,0	9643	28390

* Toplam sermaye içinde oransal payın binde birden az olduğu durumlar alınmamıştır.

Kaynak: Kepenek ve Yentürk, 2001, s:169.

Çizelge 4.2' de yer alan ortaklık sayısı, sektörel dağılım ve izin verilen yabancı sermaye miktarı verileri, 1980 yılı itibariyle, yabancı sermayenin genellikle sanayide yoğunlaştığını ve dayanıklı tüketim malları üretimine yöneldiğini göstermektedir. Dikkat çeken bir diğer unsur, tarım ve madencilik sektörlerinde yabancı sermaye yatırımlarının yok denecek kadar az olmasıdır. Sanayideki toplam yabancı sermaye 8,414 milyar dolara ulaşırken, bunun önemli bir kısmı elektrikli makine ve elektronik, taşıt araçları, gıda-içki-tütün ve kimya gibi alt sektörlere kanalize olmuştur. Bu alt sektörlere yapılan yatırımlar da, yabancı sermayenin dayanıklı

tüketim malı üretiminde yoğunlaşma eğiliminde olduğunun somut bir göstergesidir (Kepenek ve Yentürk, 2001, s:171).

1960-1980 dönemini kapsayan İİS stratejisinin yarattığı temel dönüşüm, tarım ve ticaret sermayesine dayanan birikim modelinden sanayi sermayesine dayalı bir birikim modeline geçiş olmuştur. Söz konusu geçiş, sanayileşmeye artan vurgu, yatırımların daha çok dayanıklı tüketim mallarının yerli üretimine yönlendirilmesi vb. ile sektörel önceliklerde köklü değişimler yaratmıştır. Ayrıca yabancı sermaye yatırımlarının çok büyük oranda sanayi kesiminde yoğunlaşması, bu süreci hızlandırmıştır. Fakat dayanıklı tüketim mallarının üretiminde yaşanan artış ve ülke sanayisinin ara ve yatırım malları üretiminde kat ettiği sınırlı mesafe, döviz şeklindeki sermayeye olan bağımlılığını daha da arttırmıştır. İhraç kapasitesinin hâlâ geleneksel tarım ürünlerine dayalı olması ve özellikle dönem sonuna doğru yaşanan dış kaynak sıkıntısı bu politikanın tıkanmasına ve sürdürülebilirliğini kaybetmesine neden olmuştur.

4.2.2 1980 sonrası dışa yönelik birikim: dünya pazarları ile artan bütünleşme

1980 sonrasında Türkiye ekonomisi, para, ticaret ve yatırım akımlarının serbestleştirilmesi yoluyla dünya kapitalizmiyle artan bir bütünleşme yaşamıştır. Ancak bu dönem, üretken sermaye oluşumunu sağlamak amacıyla uygulanan özgün politikalardaki farklılaşma nedeniyle, 3 temel alt-dönemde incelenebilir (Bkz. Ercan ve diğ, 2008). Buna göre, 1980-1990 dönemi Türkiye'de sanayinin dış pazarlara yönlendirilerek üretken sermaye oluşumunun hızlandırılışına tanık olmuştur. 1990-2000 dönemi, ihracata yönelik birikim stratejisindeki durağanlaşma üzerine, ülkeye para sermaye akımlarının çekilerek, üretken sermaye birikimi için belirli sermaye kesimlerine aktarılmasının izlerini taşımıştır. 2000 sonrası dönem ise, önceki iki alt dönemde sağlanan birikim temelinde, üretken sermaye oluşumunun özellikle daha yüksek katma değerli sektörlerde hızlandırılmasına sahne olmuştur. Aşağıda, söz konusu alt dönemler sırasıyla ele alınmaktadır.

4.2.2.1 1980-1990: İhracata yönelik sanayileşme stratejisi

1979-1980 yıllarında döviz darboğazı şeklinde ortaya çıkan kriz, İİS stratejisinin rafa kaldırılıp, yeni bir sanayileşme stratejisinin uygulanmasını gündeme getirmiştir. Bu yeni politika, ithal ikameci modelin bir alternatifi olmak yerine, sermaye birikiminin ulaştığı aşamaya bağlı olarak ortaya çıkan sorunları çözmek amacıyla hayata

geçirilmiş, bir diğer deyişle ithal ikameci modelin işlevini tamamlaması ile sermaye birikiminin dönemsel gereksinimlerine bir yanıt olarak gündeme gelmiştir. Ayrıca, dünya kapitalizminde 1960'ların sonlarından itibaren ortaya çıkan aşırı birikim ve azalan kâr oranlarına bağlı krizin yanı sıra, 1970'lerde katlanan petrol fiyatlarının üretim maliyetlerini artırması karşısında, kârlılık oranlarını yükseltme arayışı ile Keynesyen politikalar terk edilmiş ve dünya genelinde köklü bir iktisat politikası değişikliği yaşanmıştır. Kapitalist birikim mantığını toplumsal yaşamın derinliklerine nüfuz ettiren ve sermayenin küresel ölçekte birikimi genişletmesinin önkoşullarını sağlayan neo-liberal politikalar, 1980 sonrasında Türkiye'deki sermayenin istek ve ihtiyaçlarına da cevap verebilmiştir.

1970'lerin ortalarından itibaren Türkiye'de dayanıklı tüketim mallarının yerli üretiminde belirli bir mesafe kaydedilmekle birlikte, ara ve yatırım mallarının ithal ikamesinde benzer bir adım atılamamıştır. Ara ve yatırım mallarının yerli üretiminde istenilen düzeye gelinememesi, sanayileşmede derinleşmenin sağlanamaması anlamına gelmiştir. Ülkedeki ithal girdi ve makine kullanımına bağlı sanayi yapısı veri iken, ihracatın da temel tarımsal ürünlere dayanması ve ayrıca dünyadaki ağır ekonomik krizden dolayı dış yardım ve kredi musluklarının kapanması, gerekli olan döviz biçimindeki sermayenin elde edilmesini zorlaştırmıştır. Sonuç olarak, 1970'lerin sonlarında ağırlaşan döviz darboğazına bağlı olarak üretim ve ithalatta yaşanan tıkanma, beraberinde dış piyasalara yönelik sınai birikim modeline geçişi zorunlu kılmıştır.

İlk ayağını 24 Ocak 1980 kararlarının oluşturduğu bu yeni strateji en genel ifadeyle, ihracatın teşvik edilmesi ve devletin ekonomik hayata müdahalesinin yerini piyasa güçlerinin almasına yönelikti (Ekzen, 2009, s:97). Ancak, küçülen devlet söylemi altında, söz konusu dönüşüm sürecini bizzat devletin tesis ettiği ve devletin değişen biçimlerde ekonomiye müdahalelerini (örneğin ihracat teşvikleri), dışa yönelen sermaye kesimlerinin artan uluslararası rekabet ortamına uyumunu sağlama, onları destekleme yönünde kullandığı görülmüştür. Bir diğer deyişle, 1980 sonrasındaki yeni yapılanmadaki hedef, uluslararası rekabet koşullarına uyum sağlayabilecek, uluslararası firmalarla rekabet edebilecek üretken sermayenin desteklenmesi olmuştur. Böylece bu dönemle birlikte başlayan sermaye birikim modelindeki dönüşüm, üretken sermayenin daha yüksek niteliğe sahip ara ve yatırım malı girdisi sağlamasına yönelik olarak şekillenmiştir (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:238).

Bu amaç doğrultusunda çeşitli sermaye-içi bileşenler, kamu kesimi ve emekçilerden, üretken sermaye birikiminde bahsedilen dönüşümü sağlayacak sermaye kesimlerine ciddi oranda kaynak aktarılmıştır. İthalat için gereken dövizi sağlamak üzere, ihracatın arttırılması amacıyla reel ücretlerde erime sağlanarak üretim maliyetleri düşürülmüş ve bu arada yurtiçi talep de baskılanarak, yurtdışı pazarlara satılabilecek bir artık yaratılmaya çalışılmıştır.

Ara ve yatırım mallarının yerli üretimi gerçekleştirilerek, bunların ithalatına olan bağımlılığın azaltılması hedefine ulaşmada, ihracata yönelik sanayileşme stratejisi bir ara aşama olarak görülmelidir. Üretken sermaye, ara ve yatırım mallarının yurtiçi üretimini gerçekleştirmeden önce, yerli sınai üretim mevcut düzeyiyle ihracata yönlendirilmeli bu yolla gerekli birikim ve donanım sağlanmalıydı. Nitekim Türkiye'de 1980'lerde sağlanan ihracat artışına rağmen, ithalatta bir azalma söz konusu olmamıştır. Aksine, ihracatın giderek daha fazla ithalata bağımlı hale gelmesi, Türkiye ekonomisinin bu yıllarda önemli miktarda dış kaynak kullanımını zorunlu kılmıştır.

Çizelge 4.3: Türkiye'nin Dış Ticaret ve Dış Borç Göstergeleri, 1978/79-1988, Milyon Dolar.

	1978/79 Ortalaması	**1988**
İhracat	2275	11662
İthalat	4834	13545
Dış Borç	13699	40722
Dış Borç Yükü (%)	20,7	37,1

Kaynak: Boratav, 2006, s:159.

1978 yılından 1988 yılına gelindiğinde, ihracat % 412'ye varan çok önemli bir artış göstermiştir. İthalatta ise artış hızı ihracata göre daha yavaş olmuştur. İthalatta meydana gelen değişim % 180 olmasına rağmen, sayısal büyüklük olarak ithalatın ihracattan daha yüksek seyretmesinden dolayı ekonomi cari açık sorunuyla

karşılaşmıştır. Çizelge 4.3'den de görüldüğü gibi dış borç miktarı önemli bir artış göstermiş ve borç yükü % 20,7'den % 37,1'e yükselmiştir (Bkz. Çizelge 4.3).

24 Ocak programı, üretken sermayenin daha ileri bir aşamaya ulaşması için yabancı sermaye yatırımlarına ayrı bir önem vermektedir. Bundan dolayı programın hayata geçirilmesiyle birlikte, yabancı sermayeyi daha çok özendirmek amacıyla bazı yasal düzenlemeler de oluşturulmuştur. Bu amaçla çıkarılan Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi, bu konudaki bürokratik işlemleri en aza indirmeyi amaçlamıştır. DPT'nin 1981 yılı programına göre bu politika, cari açık, tasarruf eksikliği ve teknoloji transferi sorunlarının çözümünü sağlayacak önemli bir araç olarak görülmüştür (Kepenek ve Yentürk, 2001, s:206). Fakat 1989 yılına kadar doğrudan yabancı yatırımlar yıllık ortalama olarak 100 milyon dolar gibi düşük bir seviyede gerçekleşmiştir.

4.2.2.2 1990-2000: Uluslararası para sermayeyi içselleştirme süreci

1980'lerin sonuna doğru, Türkiye'de ihracat artışının hız kesmesi ve döviz biçimindeki sermayenin elde edilmesindeki zorluklar, bir takım yeni politikaların uygulamaya konulmasını gerektirmiştir. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinde 24 Ocak kararlarıyla başlatılan serbestleşme süreci, 1989 yılının Ağustos ayında yayınlanan 32 sayılı kararname ile sürdürülmüştür. Söz konusu kararname ile kambiyo kontrolleri kaldırılarak, uluslararası sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Ayrıca, yurtiçindeki yerleşik kurum ve bireyler arasındaki iktisadi işlemlerin yabancı paralar üzerinden yapılabilmesine olanak tanınmıştır. Nihayetinde de, üretken sermayenin derinleştirilmesi önündeki sermaye kısıtı, esas olarak kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye çekilmesiyle giderilmeye çalışılmıştır.

1990'lı yılların ilk yarısında büyük bir ivme kazanan finans piyasalarındaki küreselleşme, dünya ticaret hacminin çok üzerinde bir para hareketliliğine neden olmuştur. 1980'li yılların hemen başında özellikle Latin Amerika ülkelerine yönelen yabancı sermaye hareketleri, 1990'lı yıllarla birlikte diğer geç kapitalistleşen ülkelere yönelmiştir. Öyle ki, 1987 yılında, geç kapitalistleşen ülkelerin sermaye hareketleri fazlası 48,7 milyar dolar iken, bu miktar 1993 yılında 162,9 milyar dolara ulaşmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2001, s:211).

Çizelge 4.4: 1980 ve 1990'lı Yıllarda Geç Kapitalistleşen Ülkelere Net Sermaye Girişinin Türlerine Göre Dağılımı (%)

	1983/1989	**1990/1998**
RESMİ SERMAYE GİRİŞİ	54	20
Resmi Kalkınma Yardımı	21	11
Diğer	33	9
ÖZEL SERMAYE GİRİŞİ	46	80
Doğrudan Sermaye Yatırımları	18	34
Portföy Yatırımları	3	21
Banka Borçları	16	24
Diğer Özel Krediler	9	1

Kaynak: İnsel ve Sungur, 2003, s:4

Sermaye hareketlerindeki sözü edilen niceliksel değişimin yanı sıra, önemli niteliksel değişimler de meydana gelmiştir. Önceki dönemlerde yabancı resmi kaynaklar üzerinden sağlanan sermaye girişleri, bu dönemle birlikte özel finans kurumlarından sağlanan para sermaye girişlerine kaymıştır. Daha açık bir ifadeyle, ülkeler resmi kanallardan doğrudan borçlanmak/yardım almak yerine, uluslararası finansal piyasalardan borçlanmaya başlamışlardır. Aynı zamanda bu dönüşüm sermaye hareketlerinin bileşimini de etkilemiştir. Bu şekilde tüm dünya üzerinde rahatlıkla dolaşım olanağı sağlayan sermaye hareketlerinin vadesi kısalmış, bundan dolayı da kısa vadeli sermaye girişlerinin oranı yüksek bir hızla büyümüştür (Çizelge 4.4).

Türkiye'nin 1990'lı yıllardaki küresel finans piyasalarına entegrasyon süreci, çeşitli iktisadi okullara mensup yazarlar tarafından farklı şekillerde değerlendirilmiştir. Bu konudaki hakim eleştirilerden biri ulusal kalkınmacı yazarlara aittir. Bölüm 3.2'de de tartışıldığı gibi, Bu yazarlara göre, ulusal ekonomi, uluslararası sermayenin faiz-kur arbitrajına dayalı spekülatif getiri amaçlı saldırılarına maruz kalmakta ve bu durum da, üretken sermaye oluşumunu olumsuz yönde etkilemektedir. Dolayısıyla, yabancı

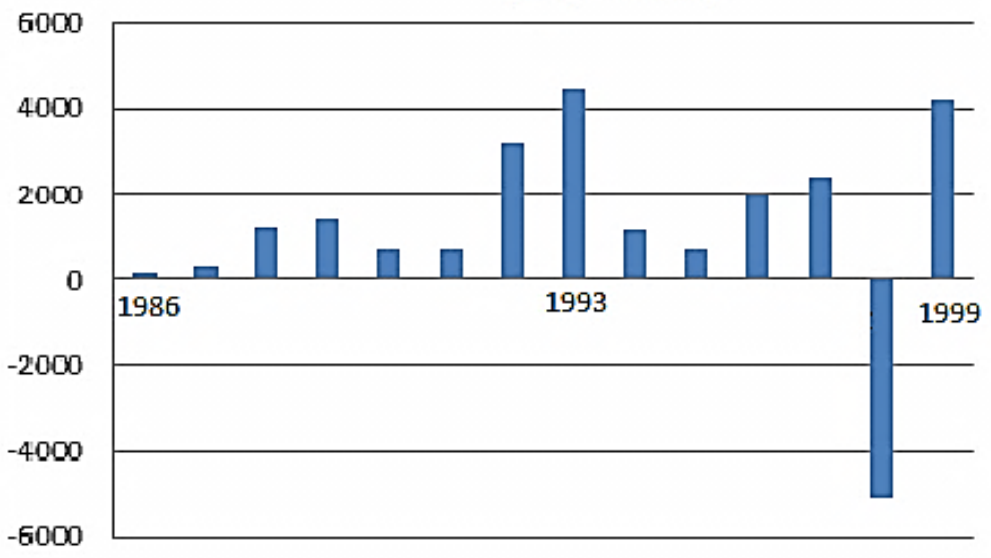
sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasıyla birlikte, ulusal ekonomiler bağımsız bir kalkınma stratejisi için gerekli olan faiz ve kur politikalarını kullanma olanağından yoksun bırakılmıştır (Yeldan, 2001; Boratav,2006; Ekzen, 2009).

Genelde geç kapitalistleşen ülkeler özelde de Türkiye için bakıldığında, üretken sermaye birikiminin ilerletilmesi, büyüme-kalkınma sürecinin dinamiğini oluşturmuştur. Bu açıdan bakıldığında, uluslararası para sermayenin ülkeye çekilmesi ile üretken sermaye-temelli birikim arasında zaman-bağımlı bir tercihin yapılmış olduğu görülebilmektedir. Bir diğer deyişle, öncelikle uluslararası para sermayenin ülkeye içselleştirilmesi ve finans piyasalarında ortaya çıkan genişleme, uzun dönemde üretken sermaye-temelli birikiminin ilerletilmesi amacına yönelik bir strateji olarak uygulamaya geçirilmiştir. Bu açıdan bakıldığında, Gültekin-Karakaş ve Ercan'ın (2008) da belirttiği gibi, parasal sermaye veya üretken sermayenin belirli dönemlerdeki hakimiyeti, sermaye birikim sürecinin devamlılığı içerisinde değerlendirilmelidir. Türkiye'de sermaye birikim sürecinin aşamaları çerçevesinde değerlendirildiğinde, uluslararası para sermaye ile artan bütünleşme dışarıdan içeriye bir baskının sonucu olmamış, aksine ulusal ve uluslararası koşulların ortak bir noktada kesişmesinden kaynaklanmıştır. Erken ve geç kapitalistleşen ülkelerde sırasıyla sermayenin aşırı birikimi ve sanayileşmenin ilerletilmesi için sermaye gereksinimi, küresel ölçekte süregelen finansal entegrasyonu açıklamada kilit bir noktayı oluşturmaktadır (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:40).

Ülkede 1980'lerde ticari sermayenin uluslararasılaşması ile dışa yönelimin ardından, holdingleşmiş sermaye grupları 1990'lar boyunca finansal serbestlik ortamının yarattığı arbitraj olanaklarını çok iyi kullanmışlardır. Bu holdinglerin sahip oldukları bankalar, yabancı ve yerli mali kaynakları devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) yatırarak, bu işlemlerden muazzam kazançlar elde etmişlerdir (Gültekin-Karakaş, 2009, s:72). Ayrıca bu bankalar, bağlı oldukları holdinglerin çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerine sağlanan yüksek kazançları, yasal kredi ve iştirak sınırları içerisinde ve hatta kimi zaman üzerinde aktararak, holdinglerinin yurtiçi ve dışındaki genişlemelerini finanse etmişlerdir. Bu şekilde, holdinglerin para sermaye üzerinde kurdukları kontrol, devletin ülke içindeki bankalardan yüksek faiz ile borçlanarak finans sektörü üzerinden sağladığı korumacılık altında, sermaye birikiminin hızlandırılmasında işlevsel olmuştur. Böylece, 1990'lı yıllarda küresel

birikim sürecine eklemlenebilmenin temel yolu, kısa vadeli sermaye hareketleri şeklindeki uluslararası para sermaye girişlerinin teşvik edilmesi olmuştur (Ercan ve Gültekin-Karakaş, 2008, s:48). Diğer yandan da üretken sermaye oluşumunu hızlandırmak üzere, doğrudan yabancı yatırımlar içselleştirilmeye çalışılmıştır. Fakat 1990'lı yıllar boyunca istenilen seviyeye ulaşamayan doğrudan yatırımlar, aşağıda da ele alınacağı gibi, ancak 2000'li yıllarda hız kazanmış ve eskiye oranla önemli bir seviyeye ulaşabilmiştir.

Sonuç olarak, Türkiye'de dış finansal serbestleşme süreci, devletin borçlanma politikası ile bankalar ve holdingler arasındaki ilişkiler üzerinden okunduğunda, 1990'lı yıllar boyunca ülkeye girişi teşvik edilen kısa vadeli sermaye hareketlerinin üretken sermaye oluşumunu hızlandırmada işlevsel olduğu görülmektedir.



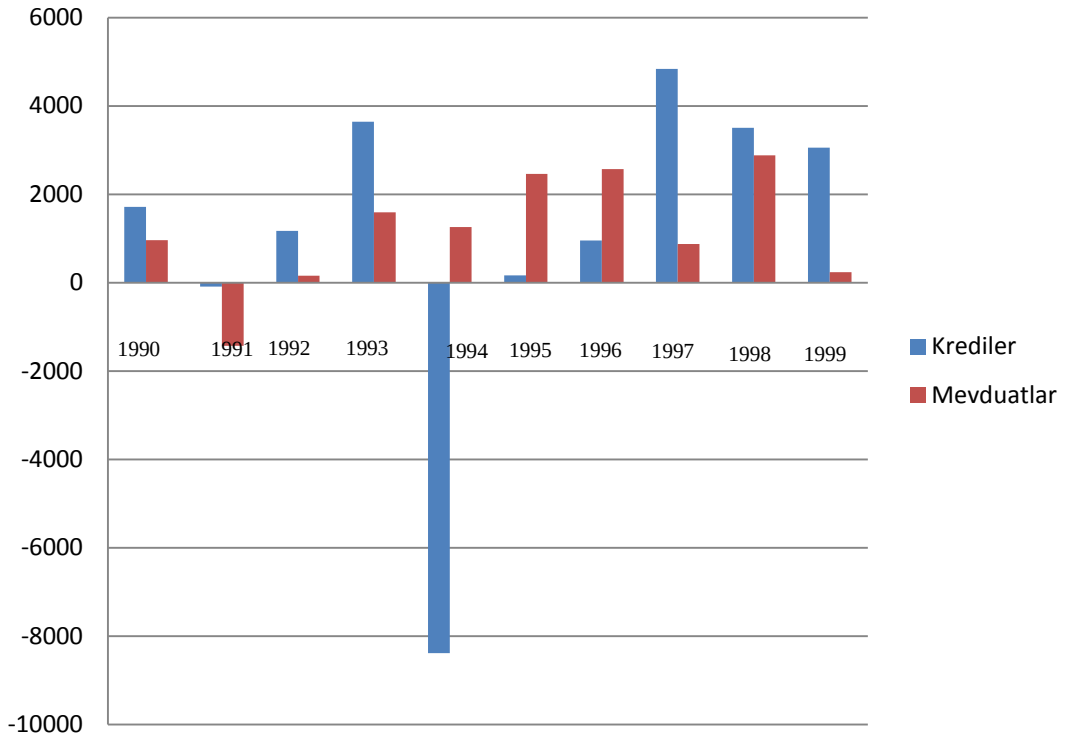
Veri Kaynağı: Merkez Bankası.

Şekil 4.1: Ödemeler Bilançosu Portföy Yatırımları Yükümlülükleri (milyon dolar), 1986-1999.

Şekil 4.1'den, kısa vadeli sermaye girişlerinin bir alt-kalemi olan portföy yatırımlarının ülkeye 1986 yılıyla birlikte gelmeye başladığı ve yıllar itibariyle artış gösterdiği görülmektedir. Öyle ki, 1986 yılında devletin ihraç ettiği borç senetleri aracılığıyla 146 milyon dolarla ulaşan toplam portföy yatırımları, 1989 yılında gerçekleştirilen dış finansal serbestleşme ile başlayan sermaye piyasalarındaki hisse senedi satışlarıyla birlikte milyar doları aşan rakamları yakalamıştır. Özellikle 1992 ve 1993 yıllarında, incelenen dönem ortalamasının çok üzerinde portföy yatırım girişleri gerçekleşmiştir. Bir istisna olarak, Uzakdoğu Asya ve Rusya'da yaşanan

krizlerin etkisiyle, 1998 yılında portföy yatırımlarında büyük bir azalma görülmektedir.

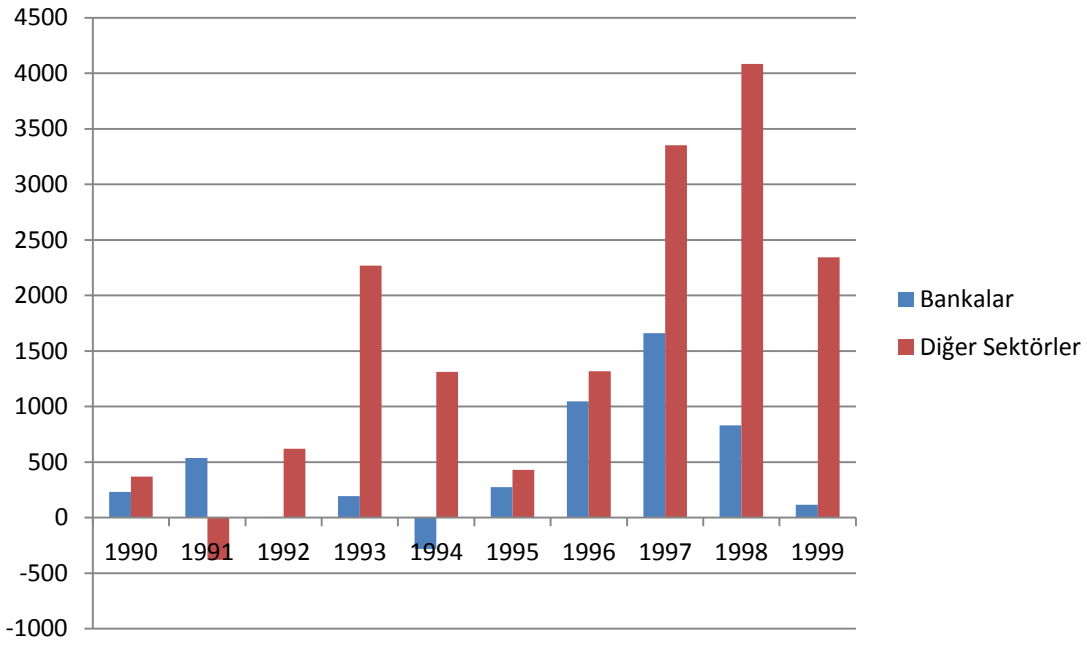
Ödemeler bilançosunda yabancı sermaye hareketlerinin alt-kalemlerinden olan mevduat ve kredilerin yükümlülük değerleri de, her iki kategorideki girişlerin önceki döneme göre arttığını göstermektedir.



Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Şekil 4.2:Ödemeler Bilançosu Kredi ve Mevduat Yükümlülükleri (milyon dolar), 1990-1999.

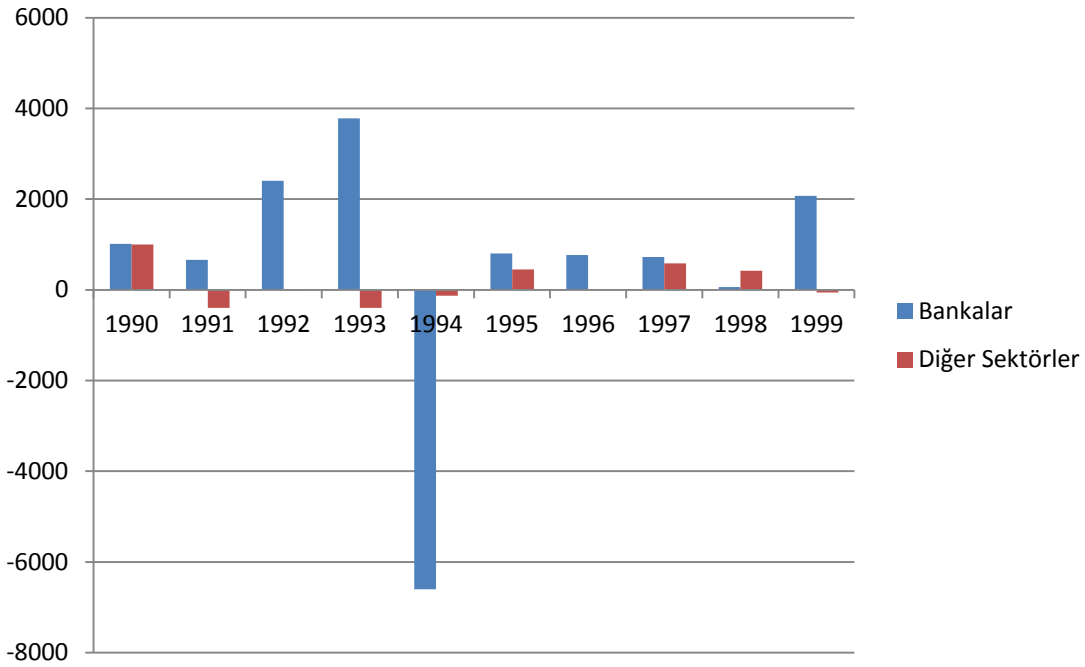
Ayrıca ödemeler bilançosundaki krediler kalemi, yukarıda da vurgulandığı gibi, uluslararası kuruluşlar ve resmi kaynaklardan borçlanmanın yerini, uluslararası özel finans şirketlerinden borçlanmanın aldığını göstermektedir. Nitekim, bu dönem için, uluslararası kuruluşlar ve hükümetlerden sağlanan krediler yok denecek kadar azdır. Talep cephesinden bakıldığında da, bankalar ve diğer özel sektör şirketlerinin sağladığı krediler, krediler kalemi içerisinde önemli bir ağırlık teşkil etmektedir (Bkz. Şekil 4.2).



Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Şekil 4.3: Bankalar ve Diğer Sektörlerce Alınan Uzun Vadeli Krediler (milyon dolar), 1990-1999.

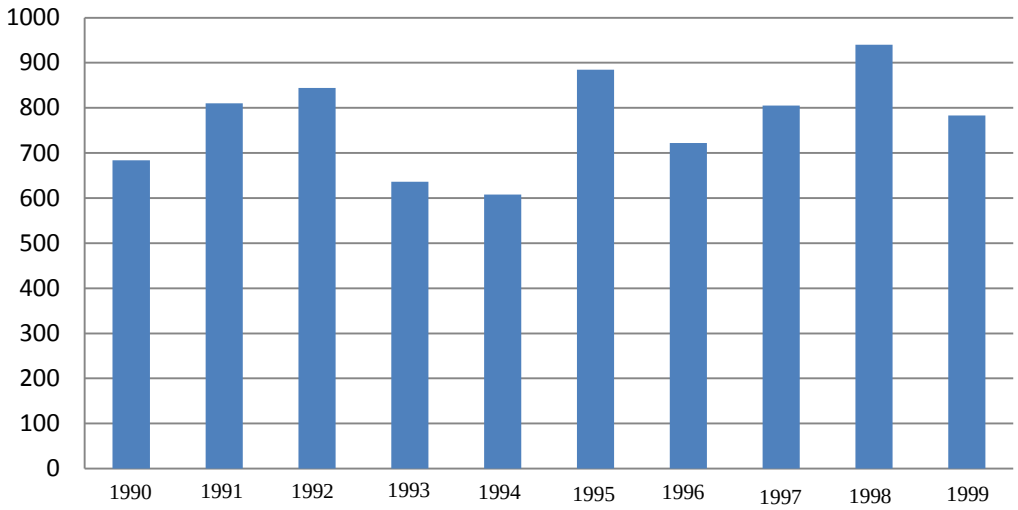
Şekil 4.3'de ödemeler bilançosunun krediler bölümündeki bankalar ve diğer sektörlerin yurtdışından sağladıkları uzun vadeli kredi miktarları gösterilmektedir. Gerek bankaların gerekse diğer sektörlerin yurtdışından sağladıkları uzun vadeli kredilerin inişli çıkışlı bir trend sergilediği görülmektedir. Ayrıca, yıllar itibariyle sağlanan miktarın yükseldiği dikkat çekmektedir. Şekilden elde edilen bir diğer bulgu, diğer sektörlerin bankalara göre daha yüksek miktarda uzun vadeli yabancı kredi kullanmasıdır.



Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Şekil 4.4: Bankalar ve Diğer Sektörlerce Alınan Kısa Vadeli Krediler (milyon dolar), 1990-1999.

Şekil 4.4, ödemeler bilançosunun krediler bölümündeki bankalar ve diğer sektörlerin yurtdışından sağlandıkları kısa vadeli kredi miktarlarını göstermektedir. Kısa vadeli kredilerde de uzun vadeli kredilere benzer şekilde istikrarlı bir seyir yakalanamamıştır. Uzun vadeli kredilerin daha çok diğer sektörler tarafından kullanıldığı görülürken, ilgili dönemde kısa vadeli krediler daha çok bankalar tarafından kullanılmıştır.



Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Şekil 4.5: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (milyon dolar), 1990-1999.

1990-1999 döneminde doğrudan yabancı yatırım girişleri 1990 yılı öncesine göre bir artış göstermekle birlikte, yabancı sermaye girişlerinin diğer türleriyle karşılaştırıldığında düşük seviyede kalmıştır. Bu on yıllık dönem içinde portföy yatırımları, krediler ve mevduatlarda belli bir seviye tutturulmasına rağmen, doğrudan yabancı yatırımlar her yıl için milyar doların altında seyretmiştir. Dönemin toplam rakamına bakıldığında, 8,749 milyar dolarlık doğrudan yabancı yatırım çekilebildiği görülmektedir (Bkz. Şekil 4.5).

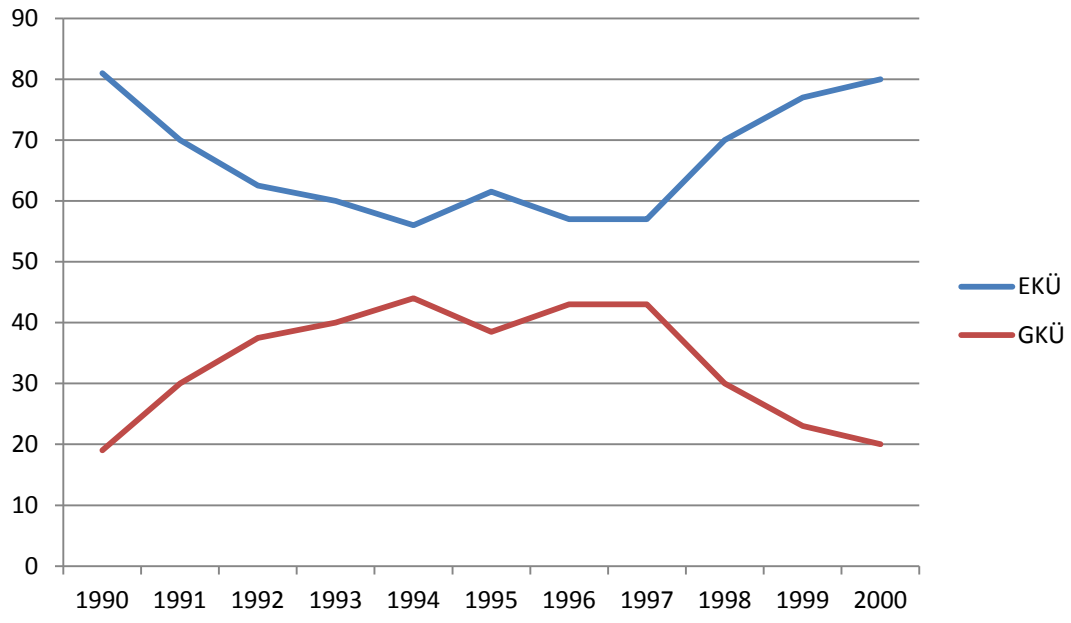
Dünya doğrudan yabancı yatırım stoğunun dünya GSYH'ye oranı 1980'li yıllarda %5 civarındayken, 1999 yılında % 16'ya yükselmiştir (Bayraktar, 2003, s:20). Bu süreçte 1980'li yıllarda ağırlıklı olarak erken kapitalistleşen ülkelerin arasında gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar, 1990'lı yıllarla birlikte geç kapitalistleşen ülkelerce daha fazla içerilmeye başlanmıştır. Ayrıca, geç kapitalistleşen ülkeler arasında doğrudan yabancı yatırım çekebilmek için büyük bir rekabet oluşmuş ve bu alanı olabildiğince kuralsızlaştırmışlardır (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:307). Çizelge 4.5 ve Şekil 4.6, doğrudan yabancı yatırımların 1990-1999 döneminde erken ve geç kapitalistleşen ülkeler arasındaki dağılımını göstermektedir:

Çizelge 4.5: Doğrudan Yabancı Yatırımların Erken ve Geç Kapitalistleşen Ülkeler Arasındaki Dağılımı (milyar dolar), 1990-2000.

	1990	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**
Erken Kapitalistleşen Ülkeler	164	109	105	133	145	203	220	271	483	830	1.005
Geç Kapitalistleşen Ülkeler	38	47	63	89	112	127	165	206	209	245	265

Kaynak: Bayraktar, 2003, s:21.

1990 yılında erken ve geç kapitalistleşen ülkeler arasında doğrudan yabancı yatırımların dağılımında önemli bir farklılık olduğu görülmektedir. Bu yıl için erken kapitalistleşen ülkeler dünya doğrudan yabancı yatırım akımlarının 4/5'ini çekerken, geç kapitalistleşen ülkeler bu akımların sadece 1/5'ini alabilmiştir (Bkz.Çizelge 4.5).



Veri Kaynağı: Bayraktar, 2013.

Şekil 4.6: Doğrudan Yabancı Yatırımların Erken ve Geç Kapitalistleşen Ülkeler Arasındaki Yüzde Dağılımı

1990-1997 yılları arasında ise geç kapitalistleşen ülkelerin bu pastadan aldıkları payın hızla yükseldiği ve % 43'e ulaştığı görülürken, erken kapitalistleşmiş ülkelerin payı ise % 57'ye düşmüştür. Ancak, gerek 1994 Meksika krizi ve gerekse 1997 Uzakdoğu Asya ve 1998 Rusya krizlerinin etkisiyle, geç kapitalistleşen ülkelere yönelen sermaye akımlarının olumsuz etkilendiği görülmüştür (Bkz. Şekil 4.6).

Bu dönem için, seçilmiş bazı ülkelerin doğrudan yabancı yatırım performansına bakmak, Türkiye'nin durumu açısından daha sağlıklı bir karşılaştırma ve analiz olanağı sunacaktır.

Çizelge 4.6: Seçilmiş Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (Milyon Dolar), 1990-2000.

	1990	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**Toplam**
Çin	3487	4366	11156	27515	33787	35849	40180	44236	43751	40400	38399	323126
Meksika	2549	4742	4393	4389	10973	9526	9186	12831	10238	11233	18110	98170
Arjantin	1836	2439	4431	2793	3490	5315	6522	8755	6526	23153	10418	75678
Malezya	2332	3999	5183	5006	4581	5816	7296	6513	2700	3532	3778	50746
Polonya	89	291	678	1715	1875	3659	4498	4908	6365	7500	9343	40921
Şili	661	823	936	1034	2733	2956	4633	5219	4638	9221	4860	37714
Güney Kore	788,5	1180	728	588	991	1357	2308	3088	5215	10340	9283	35867
Macaristan	554	1462	1479	2350	1146	4453	2275	2173	2036	1944	2770	22642
Hindistan	237	74	277	550	973	2144	2426	3577	2635	2168	3584	18645
Türkiye	684	810	844	636	608	885	722	805	940	783	982	8699

Veri Kaynağı: Dünya Bankası.

İlgili dönem için, seçilmiş ülkeler arasında doğrudan yabancı sermaye performansı en yüksek olan ülke Çin'dir. Yıllık 29,4 milyar dolarlık bir ortalama yakalayarak, toplamda 323 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye yatırımı içermiştir. Meksika ve Arjantin de bu dönem için başarılı bir doğrudan yatırım performansı göstermiştir. Türkiye ise 1990-2000 döneminde doğrudan yabancı yatırımlar kaleminden 8,7 milyar dolarlık bir giriş elde etmiştir. Bu rakam diğer ülkelerle karşılaştırıldığında istenilen seviyede olmadığı ve Türkiye'nin bu dönemde doğrudan yatırımları çekme noktasında başarısız olduğu görülmektedir. Seçilmiş ülkeler arasında en yüksek

rakama ulaşan Çin, Türkiye'den 37 kat fazla doğrudan yabancı yatırım çekerken, listede Türkiye'nin bir üstünde yer alan Hindistan 2,14 kat fazla yatırım çekmeyi başarmıştır (Bkz. Çizelge 4.6).

Özetle, Türkiye'de 1980'li yılların sonunda ihracat artışındaki yavaşlama ve döviz biçimindeki yabancı sermaye ihtiyacı sonucu, 1990'larda küresel finansal piyasalarla kurulan entegrasyon politikası ülkeye önemli miktarlarda yabancı sermaye girişi sağlamıştır. Uygulamaya konulan politikalar daha çok kısa vadeli sermaye girişlerini çekmede işe yaramış olmakla birlikte, bu dönemde içselleştirilen uluslararası para sermayenin devletin borçlanma politikası aracılığıyla banka sahibi holdingler ve diğer büyük ölçekli sanayi kapitalistlerine para sermaye olarak kanalize edilmesi, aşağıda da ele alınacağı gibi, özellikle 2000'li yıllarda üretken sermaye oluşumunun ilerletilmesinde önemli bir rol oynamıştır.[2]

4.2.2.3 2000'ler: Üretken sermayenin derinleşme dönemi ve yüksek katma değerli üretime geçiş çabası

2000'li yıllar, üretken sermaye birikiminde önceki dönemlerden bir kırılma sergilemektedir. Ancak, imalat sanayinde atılan adımlara rağmen, üretim yapısının dış kaynağa bağımlı yapısı ve bunun getirdiği kırılganlık devam etmiştir. Bu dönemde aşırı değerli TL politikası, dış borç ve ithal girdi kullanımını teşvik ederek sermaye birikimini desteklemiştir. Bu süreç içerisinde, ithalata dayalı bir imalat sanayi yapısı oluşmuştur. İhracatın da ithal girdiye dayalı imalat sanayi ağırlıklı olması, yüksek cari açığın sürdürülebilirliğine dair ciddi kaygılara yol açmıştır (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:305).

[2] Bu dönemin ayrıntılı bir değerlendirmesi için bkz. Gültekin-Karakaş (2009).

Çizelge 4.7: Türkiye Cari İşlemler Hesabı (milyar dolar),2000-2012

2000	-9.920
2001	3.760
2002	-626
2003	-7.554
2004	-14.198
2005	-21.449
2006	-31.836
2007	-37.781
2008	-40.438
2009	-12.168
2010	-45.447
2011	-75.092
2012	-48.504

Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Çizelge 4.7'de görüldüğü üzere, cari işlemler hesabı, kriz sırasında yüksek oranlı devalüasyonun yaşandığı 2001 yılı hariç, sürekli açık vermiştir. Yıllar itibariyle cari açığın sürekli daha yüksek seviyelerde seyrettiği de görülmektedir. Yüksek cari açığın yarattığı kırılganlık, üretim yapısında arzulanan dönüşümü artık bir zorunluluk haline getirmiştir. Üretim yapısında hedeflenen dönüşüm, kapitalist sanayileşmenin derinleştirilmesi ve daha yüksek katma-değerli bir üretimine geçişi ifade etmektedir. Bu şekilde, belirli bir sermaye birikimine ulaşmış sermaye gruplarının önü açılarak, daha yüksek bir artı-değer sağaltımı ile birikimlerini bir üst aşamaya taşımaları ve küresel boyutta rekabet edebilecek bir üretim yapısının oluşturulması amaçlanmıştır.

1990'larda, yukarıda da ele alındığı gibi, finansal korumacılık aracılığıyla para sermaye kaynaklarının belirli sermaye gruplarına aktarımı, 2000'lerde hızlanan üretken sermaye oluşumuna temel sağlamıştır. Bu doğrultuda yatırım profili, altyapı yatırımlarının yanı sıra dayanıklı tüketim malları ve taşıt araçları gibi başat ihracat

sektörlerinde yoğunlaşmıştır. Nitekim ülkede sanayi üretim yapısında teknoloji yoğun malların üretimi ve ihracatına dönük gelişmenin somut göstergeleri, 1990'lı yılların ortalarından itibaren görülmeye başlanmıştır (Ercan ve diğ, 2008 s:239)

Dönemin sektörel bileşimine bakıldığında, 1980'den 2007 yılına kadar sanayinin GSYH içindeki payı % 23'ten % 33'e yükselirken, hizmetlerin payında sanayideki gelişime koşut olarak % 52'den % 56'ya ulaşan bir artış yaşanmıştır. 1980 sonrası yükselişe geçen neo-liberal politikalarla, tarımın payı ise % 26'dan % 11'e keskin bir daralma göstermiştir (Ercan ve diğ, 2008, s:239).

Sanayinin artan ağırlığına zemin hazırlayan bir süreç olarak, 2000'li yıllarda Türkiye'de sermaye birikim koşulları küresel birikim sürecine uyumlaştırılmaya çalışılmıştır. Büyük Türk holdinglerinin küresel piyasalarda uluslararası rakipleriyle yoğun bir rekabet ortamına girmesi, bu holdinglerin sektörel tercihlerinde de radikal değişiklikler yaratmıştır. Bu nedenle söz konusu holdingler için yüksek verimlilik, ihracat performansı ve büyüme sağlayacak, katma değeri yüksek sektörlere geçiş kilit bir önem kazanmıştır. Holdinglerin sektörel revizyonu kapsamında, örneğin Sabancı Grubu'nun bilgi teknolojileri, Koç Grubu'nun telekomünikasyon ve Doğuş Grubu'nun ise finans ve otomotiv gibi belirli sektörleri öncelemeleri, enerji sektörünün gözde bir yatırım alanı olarak öne çıkması ve holdinglerin büyüme vaat etmeyen/yan işlerden çekilmesi, bu dönüşümün ipuçları olarak değerlendirilebilir (Gültekin-Karakaş 2009).

Çizelge 4.8: Türkiye'de 100 Büyük Şirketin Sektörel Dağılımı, 1970-2005.

	1970	**1980**	**1990**	**2000**	**2005**
Madencilik ve Taşocakçılığı	% 4	% 6	% 3	% 3	% 2
Gıda, İçki ve Tütün Sanayi	% 7	% 12	% 11	% 15	% 19
Dokuma, Giyim Eşyası, Deri ve Ayakkabı Sanayi	% 25	% 8	% 11	% 8	% 6
Orman Ürünleri ve Mobilya Sanayi	% 0	% 0	% 0	% 1	% 1
Kağıt ve Kağıt Ürünleri ve Basım Sanayi	% 3	% 1	% 2	% 3	% 1
Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Sanayi	% 9	% 21	% 22	% 18	% 17
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	% 8	% 9	% 7	% 4	% 5
Metal Ana Sanayi	% 6	% 10	% 14	% 14	% 21
Metal Eşya, Makine ve Teçhizat ve Mesleki Aletler Sanayi	% 9	% 14	% 13	% 11	% 13
Otomotiv Sanayi	% 5	% 9	% 8	% 14	% 11
Diğer İmalat Sanayi	% 0	% 0	% 0	% 3	% 1
Elektrik Sektörü	% 0	% 1	% 2	% 3	% 3
İsimsiz	% 18	% 7	% 5	% 3	% 0
Faaliyeti Tespit Edilmemiş	% 6	% 2	% 2	% 0	% 0
Toplam	% 100	% 100	% 100	%100	% 100

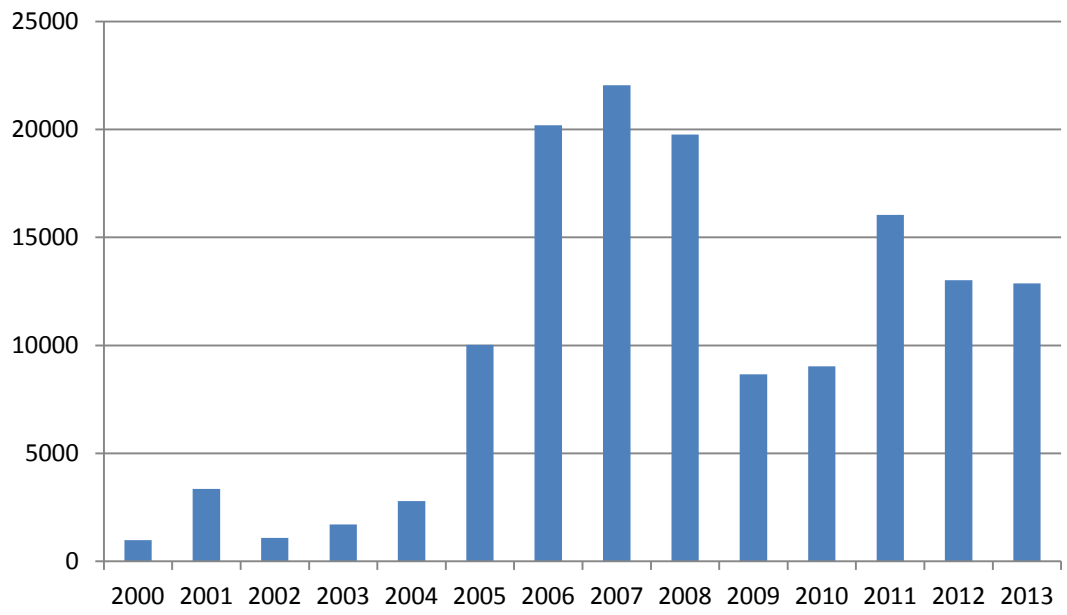
Kaynak: Ercan ve diğ. (2008, s:246)

Çizelge 4.8'de 1970'li yıllardan 2005 yılına kadar 100 büyük şirketin sektörel tercihlerinin tüm sektörler içindeki yüzde payını göstermektedir. 1970'li yıllardan 2000'li yıllara en büyük 100 şirketin sektörel tercihlerinin değiştiği görülmektedir. Dokuma, giyim eşyası, deri ve ayakkabı sanayisi 1970'lerde % 25 ile en büyük payı oluştururken, 2000'li yıllarda önemli ölçüde azalarak % 6 seviyesine düşmüştür. Benzer bir azalma trendi, madencilik ve taş ocakçılığı ile taş ve toprağa dayalı alt sektörlerde yaşanmıştır. En büyük gelişmeyi kaydeden sektör ise gıda, içki ve tütün sanayisi olmuştur. Bu sektör 1970'lerde en büyük 100 şirketin faaliyetlerinin % 7'sini oluştururken, bu oran 2005 yılında % 19'a yükselmiştir. Üretken sermayenin kat ettiği mesafesinin ölçülmesi açısından önem teşkil eden; kimya, petrol ürünleri, lastik ve plastik sanayi, metal ana sanayi, metal eşya, makine ve teçhizat ve mesleki aletler sanayi ile otomotiv sanayi sektörlerinde de dikkat çekici bir artış söz konusudur. Finansal serbestleşme süreciyle birlikte, sanayinin ihmal edildiği ve Türkiye'nin uluslararası spekülatif sermayenin bir oyun alanı haline geldiği eleştirilerine karşın, üretken sermaye oluşumunda 1970'lerden 2000'li yılların

ortalarına gelinceye dek önemli aşamaların kaydedildiği dikkat çekmektedir (Ercan ve diğ. 2008).

Üretken sermayenin niteliksel olarak derinleşmeye başladığı 2000'li yıllarda bu sürece paralel olarak, ülkeye önemli miktarda doğrudan yabancı yatırım çekilmiştir. Bu şekilde Türkiye sermayesinin, küresel ölçekteki üretken sermaye döngüsüne artan katılımı amaçlanmıştır. Bu doğrultuda 2003 yılında çıkarılan Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu önemli bir yer teşkil etmektedir (Türk Hükümeti, 2003).

Bu kanunla birlikte, Türkiye 2000'li yıllarda ülkeye daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekmeyi amaçlamış ve bu alanda önemli teşvik mekanizmaları yaratmıştır. Söz konusu teşvik edici düzenlemenin, ülkeye önemli ölçüde doğrudan yabancı yatırım çekilmesini sağladığı izleyen şekilden görülmektedir.

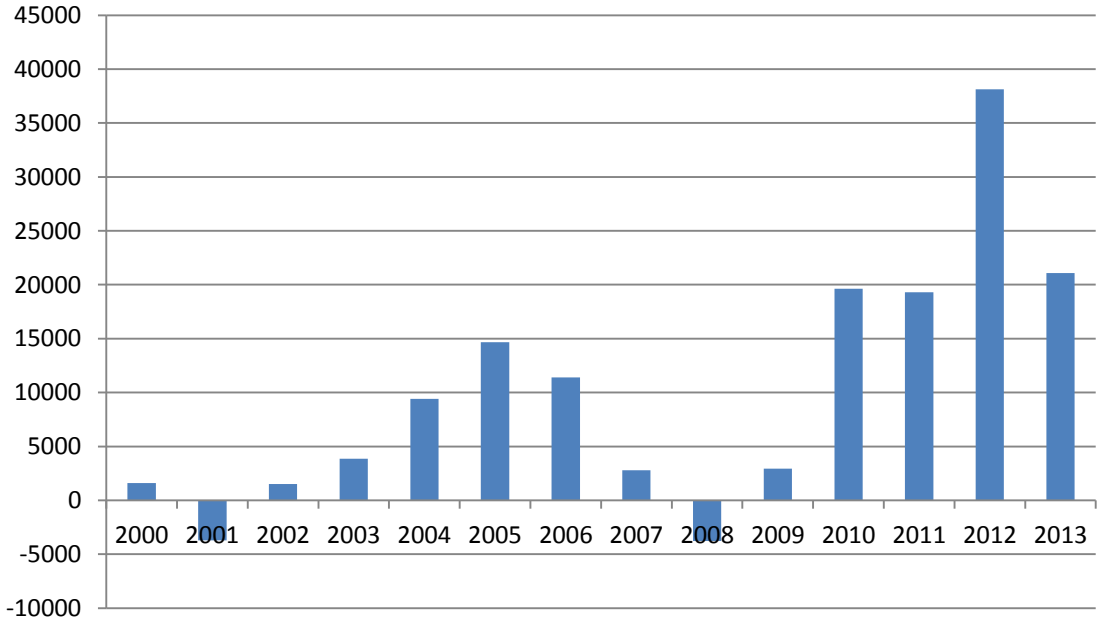


Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Şekil 4.7: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (milyon dolar), 2000-2013.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, ülkede 2001 yılı ile bir kırılma yaşadığı görülmektedir. 2001 yılına kadar bir milyar doların altında seyreden doğrudan yatırımlar, 2001 yılında 3,5 milyar dolarlık bir giriş kaydetmiştir. Bu yılda yaşanan krizle azalan doğrudan yatırımlar, 2003 yılında çıkarılan Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'nun sağladığı teşvikler yardımıyla da 2005-2008 döneminde

rekor seviyede bir giriş sağlamıştır. Ardından, 2007 yılında ortaya çıkan küresel krizin yansıması olarak, doğrudan yatırımlarda bir azalma yaşansa da, izleyen yıllarda tekrar önemli seviyelere ulaşmıştır (Bkz. Şekil 4.7).



Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Şekil 4.8: Ödemeler Bilançosu Portföy Yatırımları Yükümlülükleri (milyon dolar), 2000-2013.

Yurtdışından portföy yatırımları şeklinde ülkeye gelen sermaye, cari açık finansmanının en önemli kalemlerinden olmuştur. Hem hisse senedi hem de ağırlıklı olarak tahvillere yönelen yabancı sermaye girişleri çok büyük miktarlara ulaşmıştır. Kriz etkisinin yoğun olarak hissedildiği 2001 ve 2008 yılları hariç tutulduğunda, portföy yatırımlarının hep pozitif değerlerde seyrettiği görülmektedir (Bkz. Şekil 4.8). 2004-2006 yılları arasında ortalama olarak yaklaşık 9 milyar dolar civarında seyreden portföy yatırımları, üç yıllık bir düşüş trendinin ardından, 2010 ve 2011 yıllarında yaklaşık olarak 20 milyar dolarlık düzeylere erişmiş ve 2012 yılında da yaklaşık 40 milyar dolarlık bir girişle rekor seviyeye ulaşmıştır (Bkz. Şekil 4.8).

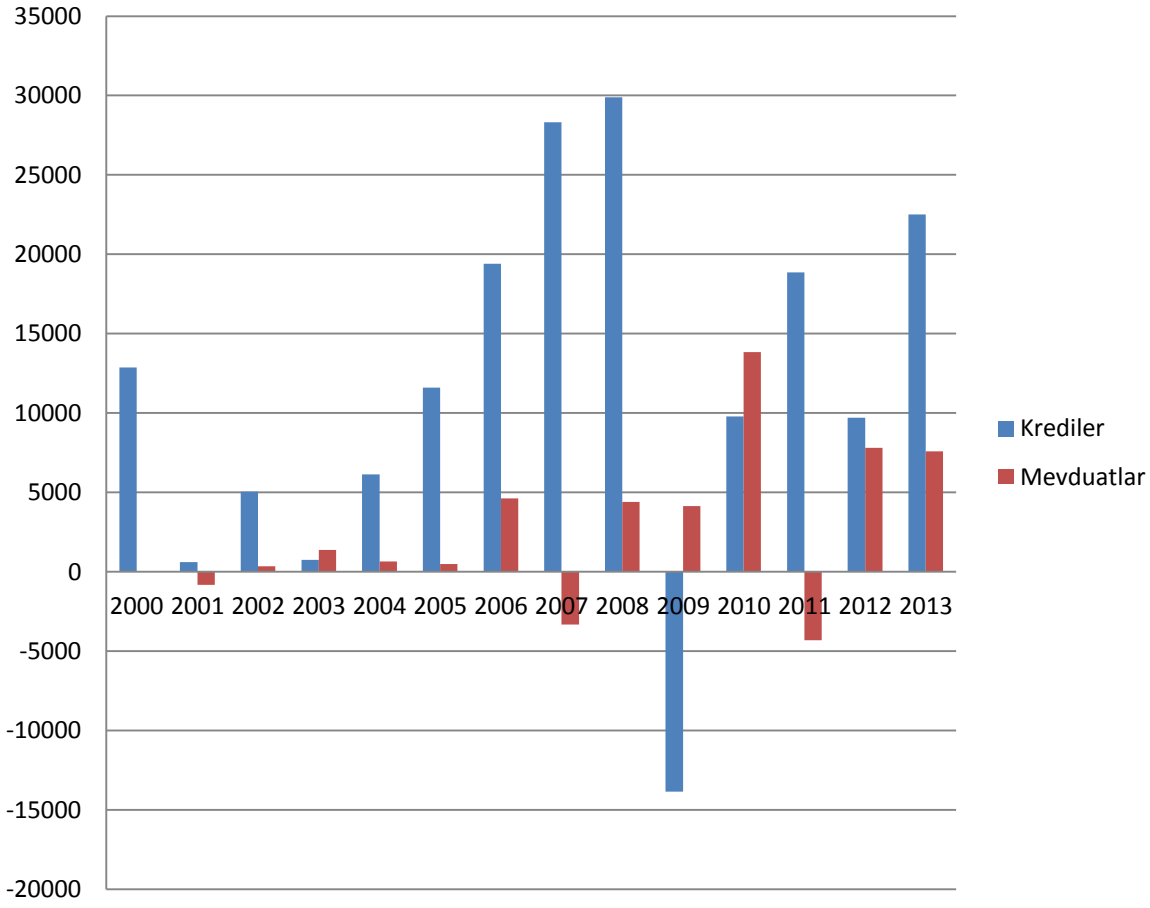
Çizelge 4.9: Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Ortalama Portföy Büyüklüğü ve Ağırlığı, İşlem Hacmi ve Hisse Senedi Elde Tutma Süreleri, 2008-2012.

	Yabancı yatırımcı				Yerli yatırımcı			
	Ortalama portföy büyüklüğü (Milyon $)	**İşlem Hacmi (Milyon $)**	**Ortalama elde tutma süresi (Gün)**	**Ortalama Portföy Ağırlığı (%)**	**Ortalama portföy büyüklüğü (Milyon $)**	**İşlem Hacmi (Milyon $)**	**Ortalama elde tutma süresi (Gün)**	**Ortalama Portföy Ağırlığı (%)**
2008	44.972	142.126	231	70	19.175	380.423	37	30
2009	39.764	90.237	322	66	20.621	542.416	28	34
2010	64.036	133.155	351	67	31.986	718.340	33	33
2011	59.054	132.113	326	63	34.907	715.055	36	37
2012	62.668	123.008	372	63.5	36.069	574.205	46	36.5
2013	71.453	171.293	305	64	39.925	691.251	42	36

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumları Birliği, 2013.

Çizelge 4.9, portföy yatırımlarının kalemlerinden biri olan hisse senetlerinin Türkiye'de yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından ortalama elde tutulma sürelerini göstermektedir. BIST'de, hisse senetlerinin yaklaşık üçte ikisi yabancı yatırımcıların elindedir. Tüm yıllar itibariyle yabancı yatırımcıların ortalama portföy büyüklüğü içindeki ağırlığı yerli yatırımcıların çok üzerindedir. Bundan dolayı, yabancı yatırımcıların hisse senetlerini ortalama elde tutma süreleri, sermaye piyasaları aracılığıyla ülkeye giren uluslararası para sermayenin, spekülatif getiri arayışından ziyade, ülkede üretken sermaye oluşumunu finanse edip etmediğini değerlendirmek açısından önem kazanmaktadır. Görüldüğü üzere, 2008 yılında 231 gün olan bu süre, 2011 yılında küçük bir gerileme olmasına rağmen, 2012 yılında 372 güne çıkmıştır. Yerli yatırımcıların hisse senetlerini ortalama elde tutma süresinin, yabancı yatırımcılarla kıyaslanamayacak kadar düşük olduğu dikkat çekmektedir. 2008 yılında 38 gün olan bu süre, 2012 yılında 46 güne çıkmıştır. 2013 yılında ise gerek yabancı gerekse de yerli yatırımcıların hisse senetlerini ortalama elde tutma süreleri azalmıştır. Bu yıl içinde yabancı yatırımcılar ortalama olarak hisse senetlerini 305 gün elde tutarken, yerli yatırımcılar 42 gün elde tutmuşlardır. 2013 yılında yaşanan bu azalışta BIST-100 endeksindeki düşüşlerin tetiklediği panik satışların etkisi olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, yabancı yatırımcı aldığı hisse senedini uzun

süre muhafaza ederken, yerli yatırımcı kısa sürede elinden çıkarmaktadır. Sonuç olarak, yaygın iddianın aksine, yabancı yatırımcının borsada al-sat gibi bir strateji benimsemeyip, hisse senetlerini uzun süre elinde tutarak üretken sermaye oluşumunu desteklediği söylenebilir.



Veri Kaynağı: Merkez Bankası.

Şekil 4.9: Ödemeler Bilançosu Kredi ve Mevduat Yükümlülükleri (milyon dolar), 2000-2013.

Yabancı kaynaklardan sağlanan kredi ve mevduatlar da, Türkiye'de sermaye birikiminin sağlanabilmesi için birer kaynak olmuştur. Ödemeler bilançosundaki krediler yükümlülük kalemine bakıldığında, önemli ölçüde kredi girişi sağlandığı görülmektedir. Kriz etkisinin yoğun olarak hissedildiği 2009 yılı hariç tutulduğunda, kredi girişleri pozitif rakamlarda seyretmiştir. 2005 ile 2008 yılları arasında kredilerde önemli artışlar yaşanmış ve ülkeye yaklaşık olarak toplam 90 milyar dolarlık bir giriş olmuştur. Son yıllarda bir azalma yaşansa da, ortalama olarak her yıl 10 milyar dolar civarında bir kredi girişi gerçekleşmiştir (Bkz. Şekil 4.9).

Öte yandan, yurda giren mevduat miktarları, portföy yatırımları ve kredilere göre daha düşük seviyede kalmıştır. 2000, 2001, 2007 ve 2011 yıllarında negatif değerler alan mevduat yükümlülük kalemi, diğer yıllarda pozitif değerler almıştır. Özellikle 2010 ve 2012 yıllarında sırasıyla 13,837 ve 7,799 milyar dolarlık girişler olmuş ve finansman için önemli bir kaynak yaratılmıştır (Bkz. Şekil 4.9).

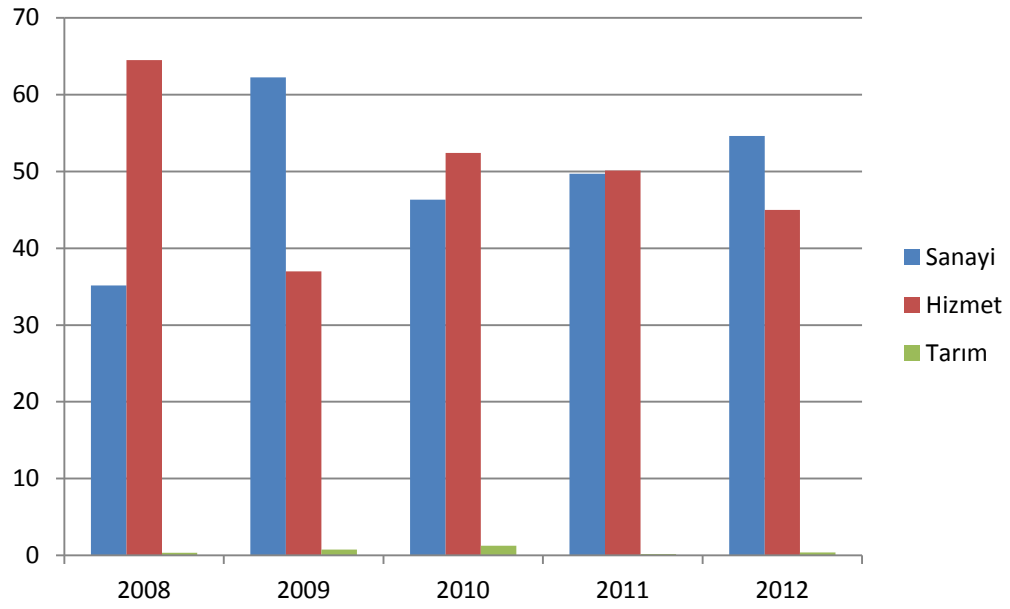
Doğrudan yabancı yatırımların 2000'li yıllardaki sektörel dağılımı ise, Türkiye'de yaşanan dönüşüm sürecine ilişkin önemli ipuçları vermektedir. 2008-2012 döneminde, hizmet sektöründe yabancı sermaye payı azalırken, sanayi sektöründe bu pay artmıştır. Sanayi ve hizmetler sektörleri yabancı sermaye yatırımları içerisinde yaklaşık olarak yüzde 50'şer paya sahip olmuştur. Bu durumun aksine, tarım sektöründe doğrudan yabancı yatırımlar neredeyse yok denilebilecek bir düzeydedir (MÜSİAD, 2013).

Çizelge 4.10: Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımı, 2008-2012, (Milyon Dolar).

	2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
TARIM SEKTÖRÜ	41	48	80	32	38
SANAYİ SEKTÖRLER	5.186	3.889	2.884	7.965	5.466
Madencilik ve Taşocakçılığı	145	89	135	146	214
İmalat	3.971	1.642	923	3.573	4.329
Gıda, İçecek ve Tütün İmalatı	1.252	221	123	648	2.137
Kağıt ve Kağıt Ürünleri İmalatı	64	89	18	74	11
Kok Kömürü ve Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri İmalatı	28	61	3	1.255	178
Kimyasal Madde ve Ürünler ile Suni Elyaf İmalatı	199	337	120	348	517
Metalik Olmayan Diğer Mineral Ürünlerin İmalatı	195	238	54	37	39
Ana Metal Sanayii ve Fabrikasyon Metal Ürünleri İmalatı	1.250	31	213	292	192
Makina ve Teçhizat İmalatı	226	219	64	76	32
Elektrikli ve Optik Donanım İmalatı	237	59	177	442	163
Ulaşım Araçları İmalatı	71	224	38	93	147
Elektrik, Gaz, Buhar ve İklimlendirme Üretimi ve Dağıtımı	1.055	2.153	1.823	4.244	923
HİZMETLER SEKTÖRÜ	9.520	2.315	3.274	8.058	4.498
İnşaat	337	209	314	301	1.339
Toptan ve Perakende Ticaret	2.088	390	435	709	198
Ulaştırma ve Depolama	96	230	182	223	125
Finans ve Sigorta Faaliyetleri	6.136	817	1.620	5.882	1.400
Gayrimenkul Faaliyetleri	453	210	241	300	302
İnsan Sağlığı ve Sosyal Hizmet Faaliyetleri	147	105	112	231	545
TOPLAM	14.747	6.252	6.238	16.055	10.002

Kaynak: MÜSİAD Ekonomi Raporu, 2013, s:85.

Çizelge 4.10' da sanayi sektöründe doğrudan yatırımlara bakıldığında, 2011 yılı için % 45'inin imalat sanayine yapıldığı görülmektedir. 2012 yılında bu rakam artarak % 80 düzeyine ulaşmıştır. Elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtımının sanayi sektöründeki payı 2012 yılında % 54'den % 16'ya düşerken, gıda imalat sanayinin payı %8'den %39 düzeyine ulaşmaktadır. Hizmet sektöründe ise, 2008-2012 döneminde finans en çok yabancı yatırım çeken alan olmuştur. 2012 yılında da en çok doğrudan yatırım yapılan alanlar sırasıyla % 30 ve % 31'lik oranlarla inşaat ve finans sektörleri olmuştur (MÜSİAD, 2013). Son yıllardaki verilerin de gösterdiği gibi, 2000 yılı sonrasında Türkiye'de üretken sermaye oluşumunda, gerek yabancı kaynak kullanımı gerekse sektörel tercihler bakımından önemli gelişmeler yaşanmıştır.



Veri Kaynağı: MÜSİAD Ekonomik Raporu, 2013.

Şekil 4.10: Türkiye'de Doğrudan Sermaye Yatırımlarının Sektörler Bazında Yüzde Dağılımı.

Şekil 4.10 yabancı sermaye yatırımlarının üç temel sektördeki yüzde dağılımlarını göstermektedir. Görüldüğü üzere, tarım sektöründe yabancı sermaye yatırımları yok denecek kadar azdır. Her bir yıl için tarım sektöründeki yabancı sermaye ağırlığı yüzde 1'in altındadır. Yabancı sermaye yatırımları özellikle sanayi ve hizmetler sektöründe yoğunlaşmaktadır. Sanayi sektöründe yabancı sermaye payı 2010 yılında oransal olarak bir düşüş yaşamasına karşın, izleyen yıllarda toplam yabancı sermaye içindeki payı artmıştır.

2000'li yıllarda Türkiye'de sermaye birikiminin ulaştığı aşamada, kapitalist sanayileşmenin daha yüksek katma değerli malların üretim ve ihracatı yönünde derinleştirilmesinde karşılaşılan finansman sorunu, dış kaynaklarla, başka bir deyişle yabancı sermaye girişleriyle çözülmeye çalışılmıştır. Ülkedeki tasarruf oranlarının düşük seviyelerde kalması ve sanayinin hâlâ büyük ölçüde ithal girdi ve makine kullanımına dayalı yapısı, bu durumun en önemli nedenlerinden biri olmuştur. Yukarıda makro verilerle de gösterildiği gibi, bu dönemde ülkeye önemli miktarlarda doğrudan yatırım ve kısa vadeli sermaye çekilmiştir. Yabancı sermayenin bu şekilde içselleştirilmesi, hem kamu hem özel sektör finansmanının düşük maliyetlerle gerçekleştirilmesini sağlamıştır (MÜSİAD, 2013). Bu dönemde, özellikle özel sektör yurtdışından sağlanan düşük maliyetli kredilerle finansmanı tercih etmiştir. Bunun

sonucu olarak, 2002-2012 yıllarında özel sektörün dış borcu % 425 oranında artış göstermiştir (MÜSİAD, 2013). Dolayısıyla, öz kaynakları sınırlı olan özel sektör, büyüme sürecini yabancı sermaye hareketleri üzerinden finanse etmiştir.

Türkiye'de 1923'de Cumhuriyet'in kuruluşundan başlayıp, bugünlere kadar geçen dönem kapitalist sanayileşmenin gelişimi üzerinden okunduğunda, ülkede üretken sermaye oluşumunda önemli bir yol kat edildiği, ancak hâlâ mutlak artı-değer üretiminden görece artı-değer üretimine geçiş sürecinin devam ettiği görülmektedir. 1980 sonrasında izlenen politikalarla, Türkiye'de genel olarak sanayinin ve özellikle de imalat sanayinin toplam üretim ve ihracat içerisindeki payı artmıştır (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013). Yazarlar, özellikle 2000'li yıllarda orta-düşük ve orta-yüksek teknolojiye dayalı imalat sanayi sektörlerinin toplam ihracat içinde yükselen paylarını ve bu süreçte, düşük teknolojiye dayalı alt-sektörlerin payındaki azalmayı, söz konusu yapısal dönüşümün bir işareti olarak yorumlamaktadır. 2000'li yıllarda devletin, ithal edilmekte olan ürün ve girdilerin yerli üretimini arttırmak ve böylece dış finansman kaynaklarına olan bağımlılığın getirdiği kırılganlık riskini azaltmak üzere, cömert teşvik politikaları ile yerli ve yabancı sermayeleri desteklediği görülmektedir.[3] Dolayısıyla, Türkiye'de iç ve dış finansal serbestleşme politikaları ile ülkeye çekilen çeşitli türlerdeki kaynaklar, yabancı sermayenin ülkeye kurduğu bir tuzak olarak görülmek yerine, Türkiye'de sermaye kesiminin üretken sermaye oluşumunda daha üst bir düzeye ulaşması için izlenen politikaların bir bileşeni olarak değerlendirilmelidir. Nitekim ülkeye çeşitli yabancı sermaye kaynaklarının çekilmesinden sermaye kesiminin şikâyet etmeyişi tesadüfi değildir.

Türkiye'de dış finansman kaynaklarının kullanımının kapitalist sanayileşme sürecinin bir bileşeni olarak değerlendirildiği bu bölümün ardından, izleyen bölümde ülkede sermaye piyasalarının gelişimi ile birlikte üretken sermaye kesimlerinin nasıl etkilendiği konusuna odaklanılacaktır. Bu amaçla, finansallaşma sürecinde, borsaya kayıtlı finans-dışı şirketlerin çeşitli finansal göstergeleri üzerinden borçluluk yapısı, karlılık, piyasa değeri vb. açılardan izledikleri performans değerlendirilecektir.

[3] Bu konuda bkz. 2009 ve 2012 teşvik paketleri, www.ekonomi.gov.tr

5. FİNANSALLAŞMA SÜRECİNDE ÜRETKEN SERMAYENİN SERMAYE PİYASALARI VE DIŞ KAYNAKLARDAN ARTAN FON KULLANIMI

5.1 Giriş

2. Bölümdeki teorik tartışmalar ve 3. Bölümdeki literatür değerlendirmesinde de görüldüğü gibi, küresel ölçekte finans piyasalarında yaşanan serbestleşme ve bütünleşme sürecinde büyüyen işlem hacimleri, yeni ürün tasarımları ve çeşitlenen finansal şirketler, özellikle Keynesyen yazarlar tarafından 'reel sektörün' gelişimi ile bir karşıtlık içerisinde ele alınmaktadır. Buna göre, finans piyasalarındaki şişkinlik, bu sektörün 'reel sektör' firmalarından kopması ve sermaye birikiminin olumsuz etkilenmesi anlamına gelmektedir. Oysa sermaye döngüsünün bütünselliği içerisinde bakıldığında, para, üretken ve ticari sermayelerin her biri artı-değer sağaltımına dayanan sermaye birikimi için zorunlu işlevler olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim, finans piyasalarında yaşanan serbestleşme, büyüme ve uluslararası bütünleşme, üretken sermayenin 1970'lerden itibaren kâr oranlarındaki düşme eğilimini aşmak üzere hayata geçirdiği bir dizi strateji arasında yer alan, üretim süreçlerinin parçalanarak, küresel ölçekte yeniden yapılandırılmasından bağımsız bir dönüşüm değildir. Ulus ötesi şirketler dünya ölçeğinde üretim faaliyetlerini kârlılığı arttırma arayışı içerisinde yeniden yapılandırırken, uluslararasılaşan finans kuruluşları da üretken sermayelere eşlik ederek, küresel ölçekte etkinliklerini artırdılar (Gültekin-Karakaş, 2013b). Bu noktada, geç kapitalistleşen ülkelerin finansallaşma olarak adlandırılan sürece dahil oluşlarının, hem erken kapitalistleşen ülkelerdeki aşırı birikim hem de geç kapitalistleşen ülkelerde sermaye birikim süreçlerinde ortaya çıkan dinamikler etkileşiminde tartışılması gereği açıktır.

Bu bölümde, Türkiye'de 'reel sektör' şirketlerinin finansallaşma sürecinden üretken sermaye birikiminin beslenmesi adına ne ölçüde yararlandıklarına ilişkin bir analiz yapılacaktır. Bu amaçla, BIST'e (Borsa İstanbul) ilişkin temel göstergeler yıllar bazında incelenecek ve ödemeler bilançosu sermaye hesabı alt kalemlerinin ülkedeki seyri tartışılacaktır.

5.2 BIST'in Gelişim Süreci

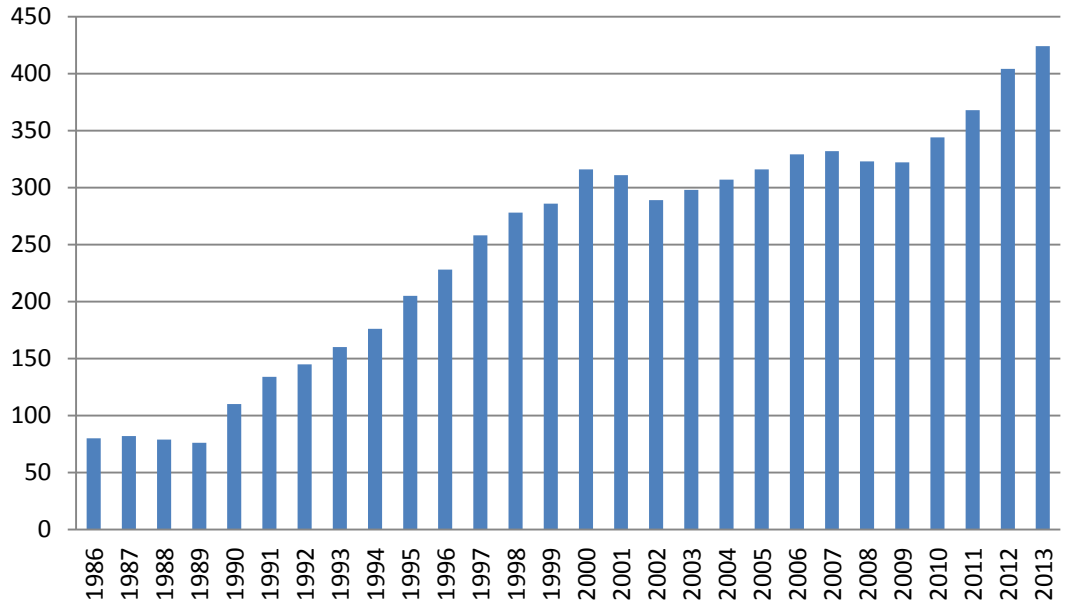
Türkiye ağırlıklı olarak banka-temelli finans sistemine sahip ülkeler arasındadır.[4] Ancak BIST'e ilişkin göstergeler, Türkiye'de sermaye piyasalarının, özellikle de hisse senedi piyasalarının üretken sermaye için zaman içerisinde önemli bir fon kaynağına dönüştüğünü göstermektedir. Buna karşın, ülkede sermaye piyasalarının derinleşmesi için daha fazla yol kat edilmesi gerektiği resmi belgelerde de sıklıkla vurgulanmaktadır (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2013). Aşağıda, BIST'e ilişkin yasa ve mevzuat düzenlemelerine işaret edilmesinin ardından, çeşitli göstergeler açısından BIST'in gelişim süreci değerlendirilecektir.

Sermaye piyasalarının daha işlevsel ve düzenli bir yapıya sahip olması amacıyla 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır. 1983 yılında da 'Sermaye Piyasası Kurumu' (SPK) faaliyete geçmiştir (Tellalbaşı, 2011, s:127). SPK'nin temel görevi, "tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın ekonomik kalkınmaya etkin ve geniş katılımını sağlamak, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını sağlamak ve tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek" olarak işaret edilmiştir. 1983 yılındaki kararnameyle de, ikincil sermaye piyasaları düzenlenmiş ve bu doğrultuda 1986 yılında 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' faaliyete başlamıştır (Tellalbaşı, 2011, s:127). 5 Nisan 2013 tarihinde borsanın, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) olan adı 'Borsa İstanbul' (BIST) olarak değiştirilmiştir. Sermaye piyasasında borsaları tek çatı altında toplayan Borsa İstanbul, esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanıp ilgili Bakanlığın onayı sonrası faaliyet izni alarak işlevlerine kaldığı yerden devam etmiştir. Sermaye piyasalarının Türkiye'de 1980 sonrasında kurumsallaşarak gelişmesi, ülkede üretken sermaye birikiminin ilerletilmesi için gereksinim duyulan para sermaye ihtiyacının karşılanması için bankacılık sistemine alternatif ikinci bir fon kaynağının oluşturulması anlamına gelmekteydi. Böylece, şirketler kesimi halka açılarak ve yabancı para kaynaklarını borsaya çekerek daha büyük bir para sermaye havuzuna erişme amacındaydı. Buna göre, BIST "şirketlere daha uzun vadeli ve daha uygun maliyetli alternatif bir

[4] Banka-temelli ve sermaye piyasası-temelli finans sistemlerinin karşılaştırılması ve Türkiye'de holding şirketlerinin bankacılık sisteminin yanısıra sermaye piyasaları üzerinde de kontrol kurarak kaynak dağılımında belirleyici oldukları konusunda bkz. Çavuş, S. ve Gültekin-Karakaş, D. "Do Turkish Commercial Banks Dominate Turkey's Capital Markets?" Turkish Economics Association (TEA) International Conference on Economics, 1-3 September 2010, Kyerna, KKTC.

finansman kaynağı sağlamayı amaçlamaktadır. Ayrıca; kurumsallaşma, yurtiçi ve yurtdışında tanınma, ortaklara likidite sağlama ve kredibiliteyi artırma gibi amaçları da gerçekleştirmektedir" (Serpam, 2012). Ayrıca, sadece büyük ölçekli sermayelerin değil, küçük ve orta ölçekli sermayelerin de borsa aracılığıyla fon sağlamalarını sağlamak üzere girişimlerde bulunulmuştur. Buna göre BİST, " kotasyon koşullarını sağlayan şirketlerin hisse senetlerinin işlem görebileceği kot içi piyasalara ek olarak, kotasyon koşullarını taşımayan küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerine de kot dışı piyasalar aracılığıyla işlem görme olanağı sunmaktadır" (Serpam, 2012).

5.2.1 BIST'de faaliyet gösteren şirket sayısı



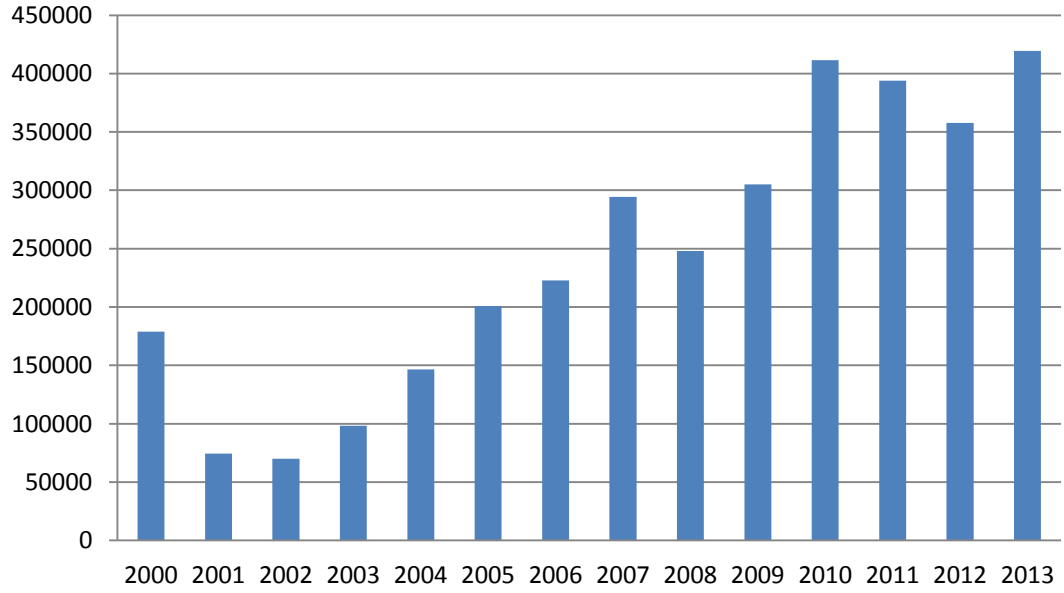
Veri Kaynağı: SPK.

Şekil 5.1: Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirket sayısı, 1986-2013.

Şekil 5.1'den izlenebileceği gibi, Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayısı 1986 yılında 80 iken, 2013 yılında 424'e yükselmiştir. Borsa'nın ilk kuruluş yıllarında işlem gören şirket sayısının hızla arttığı görülmektedir. Öyle ki, 2000 yılına kadar Borsa'da işlem gören şirket sayısı %295'e varan bir artışla 316'ya ulaşmıştır. Sonraki yıllarda da, aynı hızla olmasa da, Borsa'da işlem gören şirket sayısında önemli artışlar sağlanmıştır. Bu da giderek daha fazla şirketin para sermaye ihtiyacını sermaye piyasalarından karşıladığını ve bu piyasaların ülkede sermaye birikiminin ilerletilmesinin bir bileşeni olduğunu göstermektedir. Ayrıca, hükümetçe, borsaya kayıtlı şirket sayısının daha da artırılması amaçlanmakta ve bunun için yatırım

araçlarının çeşitlendirilmesi vb. uygulamaların hayata geçirilmesi planlanmaktadır (Bkz. Serpam, 2012).

5.2.2 BIST'de yıllık işlem hacmi

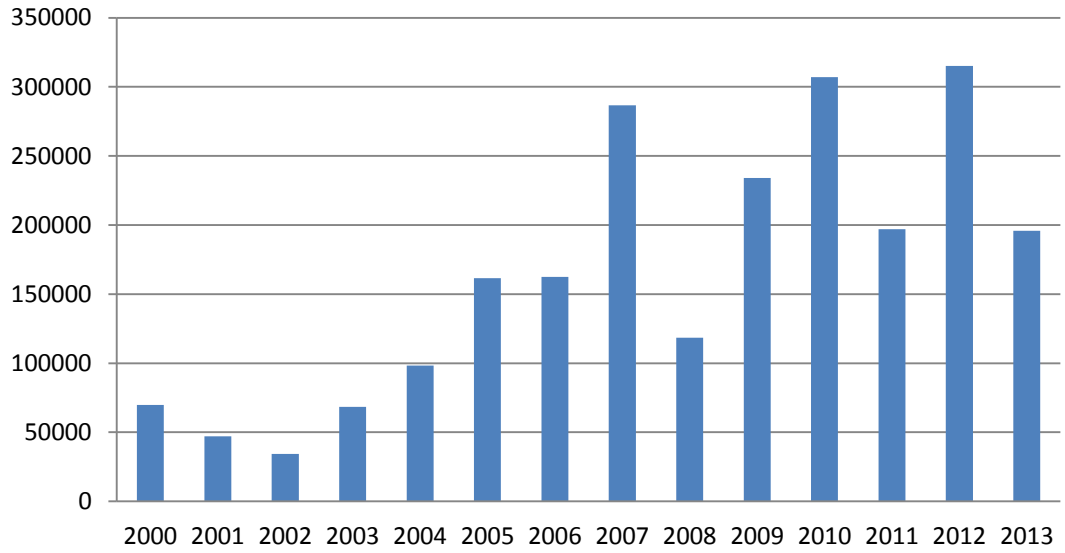


Veri Kaynağı: SPK

Şekil 5.2: Borsa İstanbul'da yıllık işlem hacmi (Milyon dolar), 2000-2013.

Halka açılan şirket sayısının yanı sıra, işlem hacminin seyri de hisse senedi piyasalarının artan önemine işaret etmektedir. 2000 yılında 179 milyar dolar olan işlem hacmi, bazı yıllarda azalma trendi gösterse de 2013 yılında 419 milyar doları bulmuş ve böylece, işlem hacmi dolar bazında %135 oranında artmıştır (Bkz. Şekil 5.2). Finansal sistem içerisinde Borsa İstanbul önemli bir yer tutmaktadır. Özellikle birinci ve ikinci el piyasa işlemlerinin büyük kısmı Borsa İstanbul üzerinden yapılmaktadır. Borsa'nın söz konusu gelişiminde devlet müdahalelerinin de belirleyici olduğu görülmektedir: 2000'li yıllarda yasal değişikliklerle doğrudan yabancı yatırımların önündeki sınırlamaların kaldırılması ve vergilendirme konusunda sağlanan avantajlar, işlem hacmindeki hızlı yükselişte etkili olmuştur (Tellalbaşı, 2011, s:130). Bu süreçte yerli Borsa, dünya finans piyasalarıyla giderek daha entegre bir şekilde faaliyetlerini sürdürür hale gelmiştir.

5.2.3 BIST'de toplam piyasa kapitalizasyonu



Veri Kaynağı: SPK

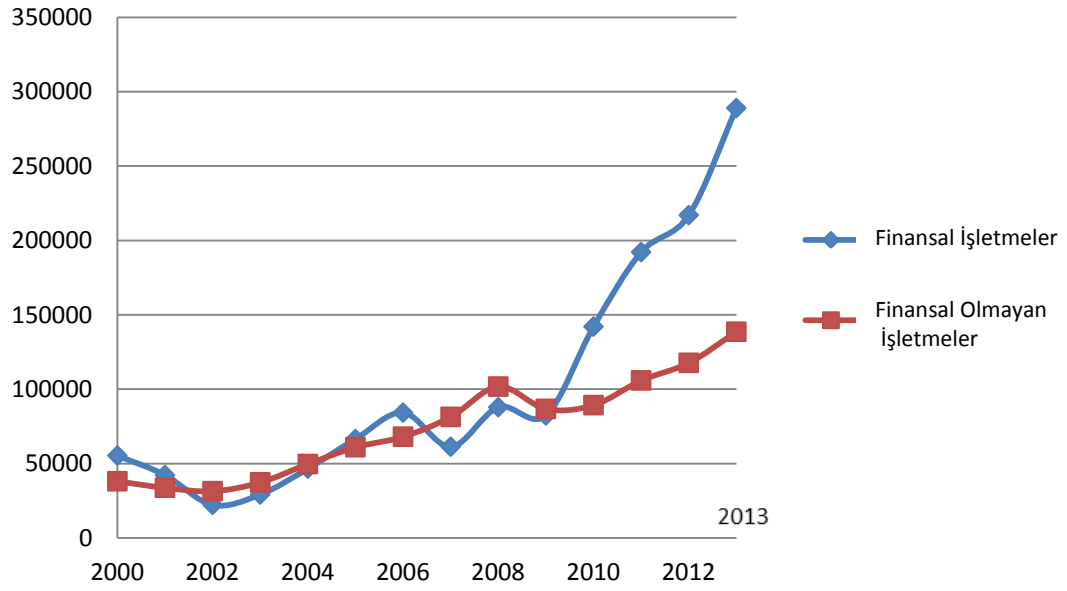
Şekil 5.3: Borsa İstanbul'da şirketlerin toplam piyasa kapitalizasyonu (Milyon dolar), 2000-2013.

Borsada işlem gören şirketlerin piyasa değerleri, borsalar için önemli gelişmişlik göstergelerinden bir diğeridir. Piyasa kapitalizasyonu, hisse senedi piyasasında, hisse senetleri işlem gören firmaların çıkarılmış nominal sermayelerinin hisse fiyatları bazında piyasa değerini belirtir. Yani, şirket hisselerinin piyasa değerleri ile toplam hisse sayısının çarpılması ile bulunur. Piyasanın şirket öz sermayesi için belirlediği toplam piyasa değerini belirterek piyasanın büyüklüğünün bir işareti olarak piyasada hisseleri işlem gören şirketlerin piyasa değerleri anlamında da kullanılır. Şekil 5.3'ün de gösterdiği gibi, piyasa kapitalizasyonu, 2000 yılında 70 milyar dolar civarında seyrederken, 2012 yılında yaklaşık 315,2 milyar dolarlık değeriyle en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2013 yılında ise 120 milyar dolarlık bir gerilemeyle, 196 milyar dolar civarında seyretmiştir. Genel olarak 2008 küresel resesyonu ve 2011 Euro krizinin etkisiyle piyasa kapitalizasyonunda düşüş yaşanmakla birlikte, genel eğilim borsaya kayıtlı şirketlerin piyasa değerlerinin yükselişi yönündedir.

5.3 Uluslararası Para Sermayenin İçselleştirilmesi ve Üretken Sermayenin Gelişim Süreci: Ödemeler Bilançosu Hesapları Üzerinden Bir Değerlendirme

2000'li yıllarda, Türkiye'de imalat sanayi üretimi giderek daha fazla ara ve yatırım malı ithalatına dayalı duruma gelmiştir. Ülkede izlenen yüksek reel faiz politikası, erken kapitalistleşmiş ülkelerde aşırı birikmiş ve yüksek getiri arayışındaki sermaye için cezbedici bir ortam yaratmıştır. Bu süreçte, bir yandan aşırı değerlenen TL sermaye girişlerinin devamlılığı yönünde etki yaratmaya devam etmiş, diğer yandan da ucuz döviz ithal girdi kullanımını ve yurtdışı borçlanmayı avantajlı kılarak ülkede sermaye birikimini desteklemiştir. Yurtiçi tasarruf oranlarının düşük olduğu Türkiye'de, 2009 ve 2012 yıllarında açıklanan teşvik paketleriyle ithal girdilerin yerli üretiminin sağlanması yönünde birtakım adımlar atılmasına karşın, mevcut durumda Türkiye'nin dış kaynak girişleri ile finanse edilen girdi ithalatına dayalı imalat sanayi üretim ve ihracat yapısının yol açtığı kırılganlık devam etmektedir.

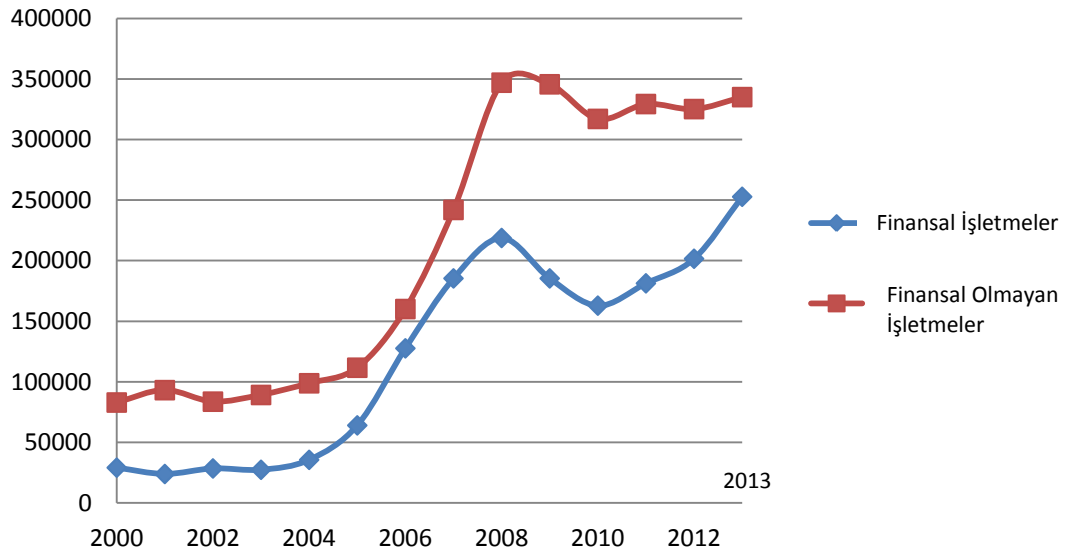
Nitekim, Merkez Bankası'nın 3680 özel imalat sektörü şirket verilerini baz alarak yaptığı bir çalışmada, sektörün artan yabancı kaynak kullanımı bulgulanmıştır. Bu çalışmaya göre, 1999 yılından itibaren imalat sektörünün kâr oranları yükselirken, kullanılan dış kaynak artışına koşut olarak finansal giderlerinde de önemli artışlar yaşanmıştır (Tellalbaşı, 2011, s:131-132).



Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Şekil 5.4: Özel Kesim Kısa Vadeli Dış Borç Stoğu, 2000-2013.

Ödemeler bilançosu sermaye hesabı yükümlülükler verileri, Türkiye'de kamu, bankalar ve diğer özel sektör kuruluşlarının dış kaynak kullanımının yıllar içerisindeki gelişimini ortaya koymaktadır. Bu verilere göre hazırlanan Şekil 5.4'ten özel kesimin kısa vadeli dış borç stoğunun gelişimine bakıldığında, hem finans hem de finans-dışı şirketlerin 2000 yılından 2013 yılına kadar borçlarının artan bir trend izlediği görülmektedir. Özellikle finans şirketlerinin 2010 yılında önemli bir kırılma yaşadığı ve bu yıldan itibaren kısa vadeli dış borçlarının hızla arttığı dikkat çekmektedir. 2000 yılında 50 milyar dolar civarında olan finansal şirketlerin dış borçları, kısa sürede 100 milyar dolar seviyesini aşarak, 2013 yılında 288 milyar dolara ulaşmıştır. Finans-dışı şirketler için de, 2000 yılından bu yana kısa vadeli dış borç stoğunun düzenli bir şekilde arttığı görülmektedir: 2000 yılında 38 milyar dolar olan dış borç, 2013 yılına gelindiğinde 138 milyar doları aşmıştır. Genel olarak her iki kesimin de kullandığı kısa vadeli dış borç miktarı artmakla birlikte, finans şirketlerinin bu borç türüne daha fazla yöneldiği görülmektedir.



Veri Kaynağı: Merkez Bankası

Şekil 5.5: Özel Kesim Uzun Vadeli Dış Borç Stoğu, 2000-2013.

Özel kesimin uzun dönem dış borç stoğu da, kısa vadeli borçları ile paralellik göstermekte ve yıllar içerisinde artan bir seyir izlemektedir. 2008 krizinin etkisi ile bir azalma yaşanmakla birlikte, 2000 yılından bu yana hem finans hem finans-dışı kesimler için genel bir artış trendinin söz konusu olduğu gözlenmektedir. 2005 yılından itibaren özellikle finans-dışı şirketlerin uzun vadeli dış borç stoğunda

önemli artışlar yaşanmıştır. Öyle ki, 2013 yılında finans şirketlerinin uzun vadeli dış borçları 252 milyar dolar iken, finansal olmayan şirketlerin dış borçları 335 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, kısa vadeli dış borçların tersine, uzun vadeli dış borç kullanımında finans-dışı şirketler, finans şirketlerinin önüne geçmektedir. Bu da, üretken sermaye yatırımlarının dış kaynak kullanımı ile finanse edildiğine bir işarettir (Bkz. Şekil 5.5).

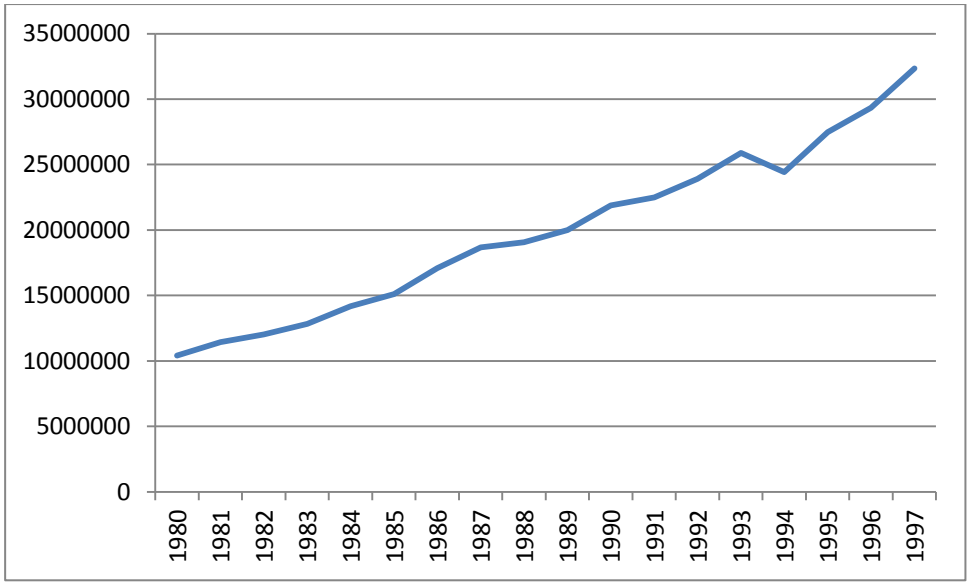
Dış borç verileri, 1990'larda dış finansal serbestleşme ile birlikte finans-dışı şirketlerin bankacılık sistemine bağımlılıklarının azaldığına ve giderek daha fazla miktarda sermaye piyasalarından kaynak sağladıklarına işaret etmektedir. Finans-dışı şirketler hem doğrudan dış piyasalardan borçlanarak, hem de uluslararası finans piyasalarından BIST'e akan para sermaye kaynaklarıyla daha geniş bir fonlama olanağına kavuşmuşlardır.

Çizelge 5.1: Finans kesimi dışındaki şirketlerin döviz varlık ve yükümlülükleri.

Milyar Dolar	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q1	2012Q2
Varlıklar	37,7	45,4	62,7	76,1	80,5	83,1	84,2	77,2	85,1	85,2
Mevduat	24,6	30,9	45,4	54,8	60,4	57,3	62,2	54,8	60,0	60,3
Menkul Kıymet	1,3	1,0	0,9	0,8	0,7	1,1	1,3	0,9	0,9	0,7
İhracat Alacakları	6,0	6,4	8,8	10,3	8,6	9,3	10,5	11,1	11,7	11,5
Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları	5,8	7,1	7,5	10,2	10,8	15,3	10,2	10,3	12,6	12,6
Yükümlülükler	56,8	67,4	92,1	130,9	152,8	148,8	177,5	202,3	211,2	214,0
Nakdi Krediler	47,4	56,4	80,3	116,4	138,1	133,6	159,5	181,9	190,6	190,7
Yurtiçinden Sağlanan Krediler	20,5	26,4	34,8	46,3	48,1	50,3	81,9	102,3	109,5	111,6
Kısa Vadeli Döviz Kredileri	0	0	0	14,4	15,9	14,3	17,9	18,3	19,4	19,9
Yurtdışından Sağlanan Krediler	26,9	30,0	45,5	70,1	90,1	83,3	77,5	79,6	81,1	79,1
Kısa Vadeli	1,2	1,1	1,1	0,7	1,2	0,7	1,0	1,3	1,5	1,8
İhracat Borçları	9,4	11,0	11,7	14,5	14,6	15,2	18,1	20,4	20,6	23,3
Döviz Net Pozisyonu	-19,1	-22,0	-29,4	-54,7	-72,3	-65,8	-93,4	-125	-126	-128,9
Kısa Vadeli Varlıklar					69,6	67,7	74,0	66,8	72,5	72,5
Kısa Vadeli Yükümlülükler					73,9	65,8	73,5	81,8	81,6	84,6
Kısa Vadeli Net Döviz Pozisyonu					-4,2	2,0	0,5	-14,9	-9,0	-12,0

Kaynak: BDDK, 2012.

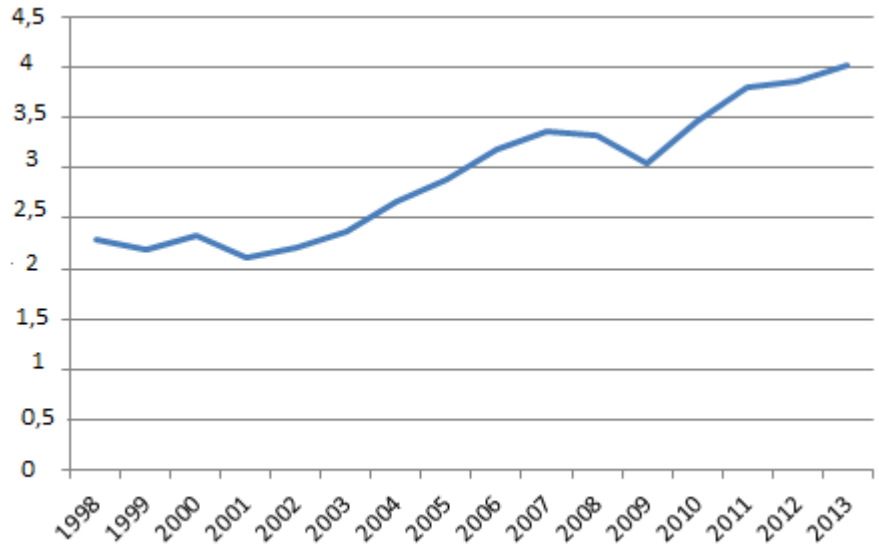
Çizelge 5.1'e göre, finans-dışı şirketlerin döviz varlık ve yükümlülükleri yıllar itibariyle önemli artışlar göstermiştir. Özellikle döviz yükümlülüklerinde kaydedilen artışlar döviz varlıklarının çok üzerindedir. Kısa vadeli net döviz pozisyonundaki açık, 2012 yılının ilk üç ayında 9 milyar dolar, ikinci üç ayında 12 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Reel kesim şirketlerinin döviz varlıklarının yükümlülüklerine oranı 2004 yılında %66,4, 2005 yılında %67, 2006 yılında %68, 2007 yılında %59, 2008 yılında %53, 2009 yılında %56, 2010 yılında %48 ve 2011 yılında ise %38'dir. Bu oranlar yıllar itibariyle yükümlülüklerin aktiflere göre daha fazla arttığını göstermektedir. Ayrıca reel sektörün yurtdışından sağladığı krediler de önemli ölçüde artmıştır. Finansallaşmanın hız kazanmasıyla birlikte, finansal olmayan şirketlerin borç oranlarında hızlı bir artış kaydedilmektedir.



Veri Kaynağı: TÜİK

Şekil 5.6: 1980-1997 Sanayi Üretim Değerleri (1987 Temel Fiyatlarıyla).

Tüm bu 'finansallaşma' süreci ve reel kesim işletmelerinin artan borçluluğu ile birlikte, sanayi üretim değerlerinin seyrine bakmak üretim cephesi ile ilgili olarak önemli bilgiler sağlayacaktır. Şekil 5.6, 1987 temel fiyatlarıyla sanayi üretim değerlerinin seyrini göstermektedir. 1980 yılından 1987 yılına kadar sanayi üretim değerlerinin yıllar itibariyle artış gösterdiği görülmektedir. İlgili yıllar içinde sadece kriz yılı olan 1994 yılında sanayi üretim değerinde bir azalma yaşanmıştır. 4. Bölümde de bahsedildiği gibi 1980 yılıyla birlikte uygulamaya konulan liberal politikalar tarım sektörünün dönüşümünü gerçekleştirirken, sanayi sektöründe de pozitif anlamda bir kıpırdanma yaratmıştır.



Veri Kaynağı: TUİK.

Şekil 5.7: 1986-2013 Sanayi Üretim Değerleri (1998 Temel Fiyatlarıyla, Milyar TL)

Şekil 5.7 ise 1998 temel fiyatlarıyla sanayi üretim değerlerini göstermektedir. Özellikle 2000 yılıyla birlikte üretken sermayenin derinleşmesi yönündeki adımlar, sanayi üretim değerlerine de yansımıştır. Küresel krizin etkisini hissettirdiği dönem dışarda tutulursa bu yıllar içinde sanayi üretiminde önemli mesafeler kat edilmiştir.

Sanayi üretim değerlerindeki artış trendine rağmen, Türkiye'de sermaye birikimini kısa vadede düşük fiyatlı ithal girdi üzerinden gerçekleştirme politikası, uzun vadede sanayileşme sürecini olumsuz etkileme potansiyeline sahiptir (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:314). Bu bağlamda, ithalata bağımlı sektörlerde üretim ve ihracatı artırmak amacıyla yeni politikalar ve teşvik mekanizmalarının yürürlüğe konulduğu görülmektedir (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:314).

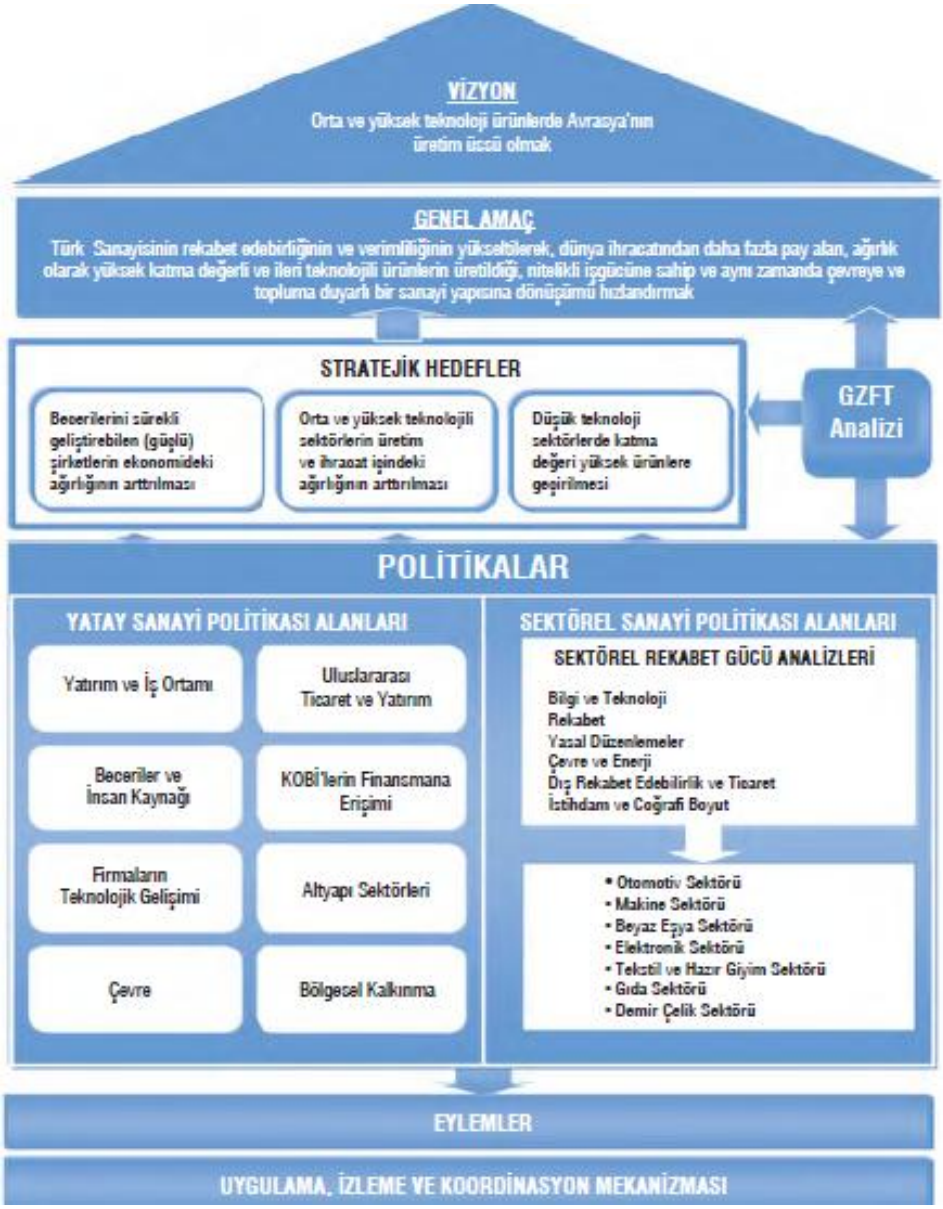
Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığının, 3. Sanayi Şurası Komisyon Raporlarında da bu hedef açıkça belirtilerek, Türkiye'nin orta ve yüksek teknolojili ürünlerde Avrasya'nın üretim üssü olma hedefi vurgulanmaktadır (Bkz. T.C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2013). Bu uzun vadeli hedef kapsamında Türkiye Sanayi Stratejileri'nin temel amacı şu şekilde açıklanmaktadır:

"Türk Sanayisinin rekabet edebilirliğinin ve verimliliğinin yükseltilerek, dünya ihracatından daha fazla pay alan, ağırlıklı olarak yüksek katma değerli ve ileri teknolojili ürünlerin üretildiği, nitelikli işgücüne sahip ve aynı zamanda çevreye ve

topluma duyarlı bir sanayi yapısına dönüşümü hızlandırmaktır''(T.C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2013).

1. "Ayrıca bu amaca yönelik üç temel stratejik hedef belirlenmiştir" (T.C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2013).Orta ve yüksek teknolojili sektörlerin üretim ve ihracat içindeki payının artırılması
2. Düşük teknolojili sektörlerde katma değeri yüksek ürünlere geçişin sağlanması
3. Becerilerini sürekli geliştirebilen şirketlerin ekonomideki ağırlığının artırılması.

Üçüncü Sanayi Şurası raporlarında belirtilen yeni sanayi strateji hedefleri ve politikaları Şekil 5.8'de özetlenmiştir.



Kaynak: T.C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2013.

Şekil 5.8: Türkiye Sanayi Stratejileri Çerçevesi.

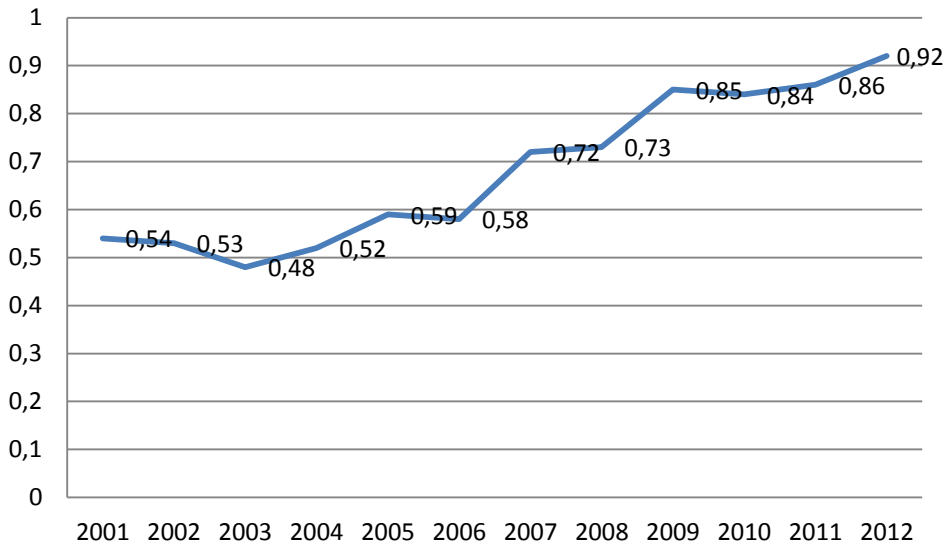
Şekil 5.8'den görüldüğü üzere vizyon, genel amaçlar ve stratejik hedefler doğrultusunda sanayi politikaları uygulamaya konularak yüksek ve orta teknolojili sektörlerin üretim ve ihracat içindeki ağırlığının artırılması amaçlanmaktadır.

Ayrıca Onuncu Kalkınma Planı'nda (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2013), "Türkiye'nin uluslararası rekabet gücünü ve dünya ihracatından aldığı payı artırmak için imalat sanayiinde dönüşümü gerçekleştirerek yüksek katma değerli yapıya geçmek ve ileri teknoloji sektörlerinin payını artırmak temel amaçtır" ifadesi önemle vurgulanmaktadır. Bu planda da imalat sanayiindeki dönüşümün temel noktaları,

yenilikçilik, firma becerileri, bölgelerin üretime etkili katılımı, sektörler arası entegrasyon ve üretimde dış pazar çeşitliliği olarak belirtilmektedir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2013).

Gerek 3. Sanayi Şurası Raporu'nda gerekse de Onuncu Kalkınma Planı'nda yeni sanayi politikalarının altı önemle çizilmektedir. Bu yeni politikalar doğrultusunda büyümeyi sürdürülebilir hale getirmek, başarı şansının yüksek olacağı umut edilen sektörlere ve teknolojilere doğru ekonomik faaliyetlerin dönüşümünü sağlama gereği belirtilmektedir.

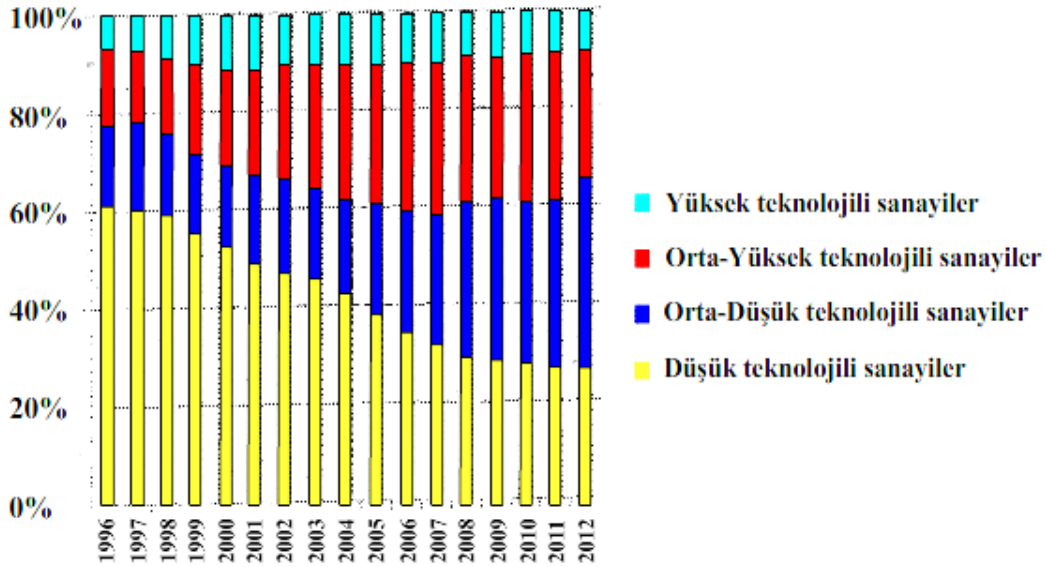
Tüm resmi plan ve raporlarda teknolojik dönüşümü değerlendirebilecek göstergelerden biri olarak Ar-Ge harcamalarının GSYH'ye oranı vurgulanmaktadır (Bkz. T.C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2013, s:13). Şekil 5.9'dan izleneceği üzere, 2001 yılında GSYH'nin %0,54'üne tekabül eden Ar-Ge harcamaları, bilimsel ve teknolojik gelişime yapılan vurgulara paralel olarak, 2000'li yıllarda artan bir seyir izlemiş ve 2012 yılında GSYH'nin %0,92'ne ulaşmıştır. Ar-Ge personel harcamaları, diğer cari Ar-Ge harcamaları, Ar-Ge makine teçhizat ve Ar-Ge sabit tesis gibi alt kalemleri kapsayan Ar-Ge harcamaları 2011 yılında 11.154 milyon TL'ye ulaşarak bir önceki yıla göre %20,4 artış kaydetmiştir. 2012 yılında ise bir önceki yıla göre %17,1 artarak 13.062 milyon TL'ye ulaşmıştır (Bkz. Şekil 5.9). Söz konusu artış trendine rağmen, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, Türkiye'de Ar-Ge harcamalarının GSYH'ye oranı hala düşük seviyelerdedir.



Kaynak: T.C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2013, s:15.

Şekil 5.9: Türkiye'de Ar-Ge Harcamalarının GSYH'ye Oranı, 2001-2011.

Amaçlanan bu dönüşümün göstergelerinden biri de imalat sanayi ihracatının bileşimde yaşanan değişimdir. Şekil 5.10.'da imalat sanayi alt sektörlerinin teknolojik düzeylerine göre ihracatlarına bakıldığında, yüksek teknolojiyi içeren sektörlerin ihracatının düşük bir seviyede kalmasına rağmen, orta-düşük ve orta-yüksek teknolojiyi içeren sektörlerin ihracatının özellikle 2000'li yıllardan başlayarak arttığı görülmektedir. Buna paralel olarak, düşük teknolojili imalat sanayinin ihracat içindeki payı yıllar itibariyle keskin bir şekilde azalmaktadır. Orta teknolojiye dayalı sektörlerde, özellikle de otomotiv, elektrik elektronik ve petrol ürünlerinde önemli ihracat artışları gerçekleştirilmiştir (Gültekin-Karakaş ve Ercan, 2014, s:35).



Kaynak: Gültekin-Karakaş ve Ercan, 2014, s:35.

Şekil 5.10: İmalat Sanayi İhracatının Teknoloji Düzeyine Göre Dağılımı (%), 1996-2012.

Bu sürece paralel olarak, imalat sanayine yapılan yabancı yatırımların teknoloji düzeyine göre dağılımında iki eğilim dikkat çekmektedir. Doğrudan yabancı yatırım girişleri, düşük teknolojiyi içeren sektörlerde azalma gösterirken, orta teknoloji içeren sektörlerde artış göstermektedir (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:309). Düşük teknoloji içeren sektörlere doğrudan yabancı yatırım girişi, toplam doğrudan yabancı yatırım girişlerinin 2001 ve 2002 yıllarında sırasıyla %29 ve %33'ünü kapsarken, bu oran 2011 yılında %25'e düşmüştür (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:310). Diğer yandan 2000'li yıllarda başlayarak uygulanan sanayi politikaları özelinde, doğrudan yabancı yatırım girişlerinin orta-düşük ve orta-ileri teknoloji içeren sektörlerde yoğunlaştığı görülmektedir (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:310). Orta teknoloji içeren sektörlerdeki yabancı yatırım artışlarına karşın, aynı başarı yüksek teknolojili sektörlerde sağlanamamıştır[5].

[5] İmalat sanayiinde 2000'li yıllarda yaşanan gelişmelerin daha ayrıntılı açıklamaları için Bkz. Gültekin-Karakaş ve diğ., (2013) ve Gültekin-Karakaş ve Ercan (2014).

Özetle, uluslararası finansal piyasaların birbirine entegre olmasıyla birlikte, Türkiye ve onun gibi diğer geç kapitalistleşen ülkeler ihtiyaç duydukları sermaye birikimini sağlamak amacıyla borçlanma maliyetlerini karşılaştırarak bir tercih yapmaktadır. Yurtiçi kaynakların çoğu zaman yetersiz ve kaynaklara olan ihtiyacın da çok fazla olması, ekonomik aktörleri yurtdışı finansal piyasalardan borçlanmaya teşvik etmektedir. Böylece, gerek finansal işletmelerin gerekse finansal olmayan işletmelerin kısa ve uzun vadeli dış borçları yıldan yıla artan bir seyir izlemektedir. Eldeki veriler, finansallaşma süreciyle birlikte ekonomik aktörlerin artan oranda dış finans piyasalarından borçlandığını, dolayısıyla dış kaynakların ülkede sınai üretim ve bir bütün olarak büyüme sürecini finanse ettiğini göstermektedir.

İzleyen bölümde, Türkiye'deki finansallaşma sürecinin bir göstergesi olan uluslararası sermaye akımlarının alt kategorilerini oluşturan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ekonometrik olarak analiz edilecektir.

6. EKONOMETRİK ANALİZ

Çalışmanın bu kısmında Türkiye'de, yabancı sermaye akımlarının alt bileşenlerinden olan Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Krediler ve Mevduatların ekonomik büyüme performansının ölçümüne temel olan Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'yı nasıl etkilediği incelenmektedir. Analiz için 2000-2013 döneminin seçilmesinin nedeni, 2000'li yıllarda, Bölüm 4'te de tartışıldığı gibi, Türkiye'de üretken sermaye birikiminin derinleşmesinde bir sıçramanın yaşanması ve ekonomik büyüme sürecinin 1990'lı yıllarda olduğu gibi yoğun dış kaynak girişleri ile finanse edilmiş olmasıdır. Dolayısıyla, Türkiye'nin 2000'li yıllar dönemi, finansallaşma ve ekonomik büyüme ilişkisini analiz etmede uygun bir zaman dilimini kapsamaktadır

Tezin bu bölümünde DYY, Mevduatlar, Krediler ve Portföy Yatırımlarının GSYH değişkenine olan etkisi araştırılmaktadır. Bu amaçla öncelikle kullanılan veri seti ve metodoloji tanıtılarak, uygulanan analizler hakkında bilgi verilmekte, son kısımda ise analiz sonuçları ve yorumlarına yer verilmektedir.

Bu çalışmada DYY, Mevduatlar, Krediler ve Portföy Yatırımlarının GSYH üzerindeki etkisi incelenirken araştırmada kullanılan hipotezler şu şekildedir:

H_1: *DYY*, Mevduatlar, Krediler ve Portföy Yatırımları, *GSYH* değişkenini etkilemektedir.

- H_{11}: *DYY*, *GSYH* değişkenini etkilemektedir.
- H_{12}: Mevduatlar, *GSYH* değişkenini etkilemektedir.
- H_{13}: Krediler, *GSYH* değişkenini etkilemektedir.
- H_{14}: Portföy Yatırımları, *GSYH* değişkenini etkilemektedir.

6.1 Veri Seti ve Metodoloji

Araştırmanın veri setini oluşturan değişkenler şu şekildedir:

Bağımlı Değişken: *GSYH*: Harcama Yöntemi 1998 Sabit Fiyatlarıyla (Bin TL)

Bağımsız Değişkenler: *DYY:* Yatırımcının yerleşik olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımı gösterir. Burada yatırımcının %10'dan (dahil) fazla paya sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması esastır (TCMB, 2014). Bu bağlamda TCMB Ödemeler Bilançosu Sermaye Hesabı alt kalemi olan yurtiçi Doğrudan Yabancı Yatırımlar verileri kullanılmıştır.

Mevduatlar: Yurtdışında yerleşik kişilerin TCMB ve bankalar nezdindeki mevduatları bu kalemde yer almaktadır (TCMB, 2014). Bu doğrultuda, veriler TCMB Ödemeler Bilançosu Sermaye Hesabı alt kalemi olan Mevduatlar Yükümlülükler kısmından çekilmiştir.

Krediler: Yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden sağladığı nakit kredilerin borçlu sektörlere ve vadelerine dağılımını göstermektedir (TCMB, 2014). Krediler verileri TCMB Ödemeler Bilançosu Sermaye Hesabı alt kalemi olan Krediler Yükümlülük kısmından sağlanmıştır.

Portföy Yatırımları: Menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir (TCMB, 2014). Portföy Yatırımları verileri de TCMB Ödemeler Bilançosu Sermaye Hesabı alt kalemi olan Portföy Yatırımları Yükümlülükler kısmından elde edilmiştir.

Araştırmada veriler 3 aylık olarak alınmıştır. Araştırma kapsamında veri seti 2000Q1 ve 2013Q4 dönemlerini kapsamaktadır. Veri seti *TCMB EVDS* veri tabanından faydalanılarak oluşturulmuştur.

Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatlar gibi dolar cinsinden ifade edilen tüm değişkenler, eğilimde herhangi bir değişkenlik olmaksızın Türk Lirası (TL) cinsine çevrilmiştir. Gayri safi yurtiçi hasıla serileri, 1998 yılı sabit fiyatları ile enflasyon etkisinden arındırılmıştır. Ayrıca, verilerin tamamı reel olarak ve bin TL üzerinden ifade edilmiştir.

6.2 Birim Kök Testi

Zaman serilerinde birim kökün varlığı serinin durağan olmayan bir yapıya sahip olmasına neden olmaktadır. Zaman serileri için ifade edilen durağanlık kavramı, zaman içinde varyansın ve ortalamanın sabit olması ve gecikmeli iki zaman periyodundaki değişkenlerin kovaryansının değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup zamana bağlı olmamasıdır (Gujarati, 2004, s:712).

Bu çalışmada serilerin durağanlık tespitinde 3 testten yararlanılmıştır. Bunlar Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF TEST) birim kök testi, Phillips-Perron (PP) birim kök testi ve Kwiatkowski-Phillps-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testidir (Gujarati, 2004, s:713-720).

ADF TEST

$H_0: \delta = 0$ birim köke sahiptir

$H_1: \delta < 0$ birim köke sahip değildir

Ho hipotezi reddedilirse serinin orijinal seviyesinde durağan olduğu, Ho hipotezi reddedilemiyorsa serinin durağan olmadığı sonucuna ulaşılır. Orijinal seviyesinde durağan olmayan bir serinin durağanlığı sağlanıncaya kadar devresel farkları alınır.

Çizelge 6 1: ADF Birim Kök Testi Sonuçları.

	ADF TEST	
	GSYH	
	Düzey	**1.fark**
Sabitli	-0,51	-3,54
Sabitli ve trendli	-3,98	-3,51
	DYY	
Sabitli	-8,40	
Sabitli ve trendli	-9,51	
	MEVDUATLAR	
Sabitli	-5,46	
Sabitli ve trendli	-6,40	
	KREDİLER	
Sabitli	-4,92	
Sabitli ve trendli	-4,92	
	PORTFÖY	
Sabitli	-3,97	
Sabitli ve trendli	-4,69	

* ADF testi;%5 anlamlılıkta kritik değer sabitli ve trendsiz model için 2,92, sabitli ve trendli model için 3,50'dir.

ADF test sonuçları incelendiğinde, GSYH değişkeninin 1.farkında durağan olduğu görülürken, bağımsız değişkenlerin düzey değerlerinde durağan oldukları görülmektedir (Bkz. Çizelge 6.1).

PP TEST

$H_0: \delta = 0$ birim köke sahiptir

$H_1: \delta < 0$ birim köke sahip değildir

Ho hipotezi durağan olmayan seriyi verirken alternatif hipotez serinin durağan olduğunu doğrular.

Çizelge 6.2: PP Birim Kök Testi Sonuçları.

	PP TEST	
	GSYH	
	Düzey	**1.fark**
Sabitli	-1,93	-15,42
Sabitli ve trendli	-7,40	
	DYY	
Sabitli	-8,38	
Sabitli ve trendli	-10,40	
	MEVDUATLAR	
Sabitli	-5,64	
Sabitli ve trendli	-6,42	
	KREDİLER	
Sabitli	-5,04	
Sabitli ve trendli	-4,96	
	PORTFÖY YATIRIMLARI	
Sabitli	-3,93	
Sabitli ve trendli	-4,69	

* PP testi;%5 anlamlılıkta kritik değer sabitli ve trendsiz model için 2,92, sabitli ve trendli model için 3,50'dir

PP test sonuçları incelendiğinde, GSYH değişkeninin 1.farkında durağan olduğu görülürken, bağımsız değişkenlerin düzey değerlerinde durağan oldukları görülmektedir (Bkz. Çizelge 6.2).

KPSS TEST

H_0: Seri (trend) durağandır

H_1: Seri (trend) durağan değildir

KPSS testi ADF ve PP testinden farklı olarak hipotezler yer değiştirmişlerdir. Sıfır hipotezi serinin durağan olduğunu savunurken; alternatif hipotez serinin durağan olmadığını savunur.

Çizelge 6. 3: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları

	KPSS TEST	
	GSYH	
	Düzey	**1.fark**
Sabitli	0,99	0,21
Sabitli ve trendli	0,06	
	DYY	
Sabitli	0,73	0,25
Sabitli ve trendli	0,08	
	MEVDUATLAR	
Sabitli	0,58	0,05
Sabitli ve trendli	0,10	
	KREDİLER	
Sabitli	0,12	
Sabitli ve trendli	0,08	
	PORTFÖY YATIRIMLARI	
Sabitli	0,47	0,11
Sabitli ve trendli	0,08	

*KPSS testi; %5 anlamlılıkta kritik değer sabitli ve trendsiz model için 0,46, sabitli ve trendli model için 0,14'dür.

KPSS test sonuçları incelendiğinde, GSYH, DYY, MEVDUATLAR ve PORTFÖY YATIRIMLARI değişkelerinin 1.farkında durağan olduğu görülürken, KREDİLER değişkeninin düzey değerlerinde durağan oldukları görülmektedir (Bkz.Çizelge 6.3).

Tüm birim kök testi sonuçları incelendiğinde, *GSYH* değişkeninin 1.farkında durağan olduğu ve diğer değişkenlerin düzey değerlerinde durağan oldukları görülmektedir. Bu durumda değişkenler arasındaki ilişkiyi saptamak adına yapılabilecek en uygun test Granger Nedensellik testidir.

6.3 Granger Nedensellik Testi

Granger (1986), iki zaman serisi arasındaki ilişkinin tespitinde nedenselk testini geliştirmiştir. Bu testin amacı değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını belirlemek, eğer ilişki varsa ilişkinin yönünü ve neden sonuç ilişkilerini belirlemektir. Bu testin uygulanabilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Granger nedensellik testi aşağıdaki iki denklemin tahminiyle gerçekleşmektedir (Gujarati, 2004, s:620).

$$\Delta X_t = {}^{m}\sum_{j=1} \alpha_j \Delta X_{t-j} + {}^{q}\sum_{j=1} b_j \Delta Y_{t-j} + u_t \quad \textbf{6.1}$$

$$\Delta Y_t = {}^{r}\sum_{j=1} c_j \Delta Y_{t-i} + {}^{s}\sum_{j=1} d_j \Delta X_{t-i} + v_t \quad \textbf{6.2}$$

bu denklemlerde α_j, b_j, c_j, d_j gecikme katsayıları, m, q, r, s gecikme dönemleri u,v hata terimleri, Δ ise fark alma operatörüdür. Tüm b ve d katsayılarının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadıkları, F-testi yardımıyla bulunarak aşağıdaki hipotezler sınanır.

$H_0=b_1=b_2=b_3=\ldots=b_q=0$. Bu hipotez reddedilemezse Y'den X'e nedensellik yoktur.

$H_0=d_1=d_2=d_3=\ldots=d_s=0$. Bu hipotez reddedilemezse X'den Y'ye nedensellik yoktur.

Çizelge 6.4: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (1.Gecikme)

	1.Gecikme	
	F	**P**
D(DYY)→ D(DDGSYH)	0,03140	0,86005
D(DDGSYH) → D(DYY)	7,28012	0,00938
D(MEVDUATLAR)→ D(DDGSYH)	4,30080	0,04306
D(DDGSYH) → D(MEVDUATLAR)	0,85286	0,36001
D(KREDİLER)→ D(DDGSYH)	0,01042	0,91908
D(DDGSYH) → D(KREDİLER)	0,47525	0,49365
D(PORTFÖY)→ D(DDGSYH)	2,90738	0,09414
D(DDGSYH) → D(PORTFÖY)	3,20439	0,07926

Granger nedensellik testi sonuçları incelendiğinde, 1.gecikmede yani ilk 3 aylık dönemde, GSYH değişkeni DYY yatırımlarını ve Mevduatlar GSYH değişkenini etkilemektedir. 3 aylık dönemde ekonomik gidişatın göstergesi olan GSYH değişkeninin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkilediği görülmektedir. GSYH değişkeninin durumu kısa dönemde yabancı yatırımların ülkeye çekilmesinde önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (Bkz. Çizelge 6.4).

Analiz sonuçlarında anlamlı bir başka ilişki ise Mevduatların GSYH değişkenine olan etkisidir. 3 aylık dönemde Mevduatların durumu GSYH değişkeni etkilemektedir. Ülkedeki mevduat kapasitesi kısa dönemde GSYH değişkenini etkilemektedir.

Çizelge 6.5: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (2.Gecikme)

	2.Gecikme	
	F	**P**
D(DYY)→ D(DDGSYH)	6,37729	0,00185
D(DDGSYH) → D(DYY)	2,33335	0,10766
D(MEVDUATLAR)→ D(DDGSYH)	1,93620	0,15513
D(DDGSYH) → D(MEVDUATLAR)	2,39953	0,10135
D(KREDİLER)→ D(DDGSYH)	0,67173	0,51546
D(DDGSYH) → D(KREDİLER)	0,42710	0,65480
D(PORTFÖY)→ D(DDGSYH)	4,74571	0,00520
D(DDGSYH) → D(PORTFÖY)	1,92033	0,15743

Granger nedensellik testi sonuçları 2.gecikmede yani 6 aylık dönemde incelendiğinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve portföy yatırımlarının GSYH değişkenini etkilediği görülmektedir. 6 aylık dönemde yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları ülke içinde anlamlılık kazanmakta ve GSYH değişkenini etkilemektedir (Bkz. Çizelge 6.5).

Çizelge 6.6: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (3.Gecikme)

	3.Gecikme	
	F	**P**
D(DYY)→ D(DDGSYH)	6,3542	0,00862
D(DDGSYH) → D(DYY)	1,45346	0,23962
D(MEVDUATLAR)→ D(DDGSYH)	0,19410	0,89989
D(DDGSYH) → D(MEVDUATLAR)	1,84445	0,15235
D(KREDİLER)→ D(DDGSYH)	2,64401	0,06030
D(DDGSYH) → D(KREDİLER)	0,33362	0,80106
D(PORTFÖY)→ D(DDGSYH)	4,11101	0,03214
D(DDGSYH) → D(PORTFÖY)	1,31988	0,27938

Granger nedensellik testi sonuçları 3.gecikmede yani 9 aylık bir dönemde incelendiğinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve portföy yatırımlarının GSYH değişkenini etkilediği görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları dönemler uzadıkça GSYH değişkenini etkileyebilecek düzeye ulaşmaktadırlar (Bkz. Çizelge 6.6).

Çizelge 6. 7: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (4.Gecikme)

	4.Gecikme	
	F	**P**
D(DYY)→ D(DDGSYH)	3,24644	0,00361
D(DDGSYH) → D(DYY)	2,90847	0,03241
D(MEVDUATLAR)→ D(DDGSYH)	0,34240	0,84781
D(DDGSYH) → D(MEVDUATLAR)	1,52340	0,21235
D(KREDİLER)→ D(DDGSYH)	7,17593	0,00016
D(DDGSYH) → D(KREDİLER)	0,85394	0,49918
D(PORTFÖY)→ D(DDGSYH)	4,10637	0,00662
D(DDGSYH) → D(PORTFÖY)	0,60972	0,65784

Granger nedensellik testi sonuçları 4.gecikmede yani 1 senelik dönemde incelendiğinde, yine doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve portföy yatırımlarının GSYH değişkenini etkilediği görülmektedir (Bkz. Çizelge 6.7).

Analizde farklı olarak kredilerin GSYH değişkenini etkilediği görülmektedir. 1 senelik dönemde kredilerdeki değişimler GSYH değişkenini etkilemektedir.

Çizelge 6. 8: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (8.Gecikme)

	8.Gecikme	
	F	**P**
D(DYY)→ D(DDGSYH)	3,17625	0,00953
D(DDGSYH) → D(DYY)	1,25248	0,30327
D(MEVDUATLAR)→ D(DDGSYH)	3,92725	0,09120
D(DDGSYH) → D(MEVDUATLAR)	1,84624	0,10577
D(KREDİLER)→ D(DDGSYH)	2,17148	0,05827
D(DDGSYH) → D(KREDİLER)	0,79893	0,60799
D(PORTFÖY)→ D(DDGSYH)	3,93024	0,03070
D(DDGSYH) → D(PORTFÖY)	0,45541	0,87753

Çizelge 6.8' e göre, Granger nedensellik testi sonuçları 8.gecikmede yani 2 senelik dönemde incelendiğinde, yine doğrudan yabancı yatırımların ve portföy yatırımlarının GSYH değişkenini etkilediği görülmektedir. Granger nedensellik testi sonuçları, tüm dönemler için Çizelge 6.9' da gösterilmiştir.

Çizelge 6.9: Granger Nedensellik Test Sonuçları.

1.GECİKME (3 AYLIK DÖNEM)
GSYH → DYY
MEVDUATLAR → GSYH
2.GECİKME (6 AYLIK DÖNEM)
DYY → GSYH
PORTFÖY YATIRIMLARI → GSYH
3.GECİKME (9 AYLIK DÖNEM)
DYY → GSYH
PORTFÖY YATIRIMLARI → GSYH
4.GECİKME (1 YILLIK DÖNEM)
DYY → GSYH
PORTFÖY YATIRIMLARI → GSYH
KREDİLER → GSYH
8.GECİKME (2 YILLIKDÖNEM)
DYY → GSYH
PORTFÖY YATIRIMLARI → GSYH

GSYH değişkeni ilk üç aylık dönem dışında DYY değişkeninden etkilenmektedir. Ayrıca Portföy yatırımlarındaki değişimler ikinci gecikmeyle birlikte GSYH değişkenini etkilemeye başlamaktadır. Portföy yatırımlarındaki değişimleri reel sektörü ancak 6 aylık bir zaman diliminde etkileyebilir bir duruma gelmektedir.

Bununla birlikte GSYH değişkeni kısa dönemde (3 aylık) mevduatlardan ve 1 senelik dönemde kredilerden etkilenmektedir. Özellikle, GSYH ve Portföy Yatırımlarının büyümenin Granger nedeni olduğunu, başka bir ifadeyle sermaye girişlerinin büyük

kısmını oluşturan bu iki değişkenin ekonomik büyümeyi desteklediği tespit edilmiştir (Bkz. Çizelge 6.9).

6.4 Ekonometrik Analiz Sonuçları (Ekky)

Bu bölümde çalışmanın ekonometrik analiz sonuçlarına yer verilecektir. Regresyon modeli kurulmadan önce değişkenlerin logaritması alınmıştır. Değişkenlerin logaritmalarının alınması değişken aralığını büyük ölçüde düşürmüştür. Bu durum tahmin edicilerin aşırı uç değerlerden arındırılmasını sağlamaktadır. Logaritma alınması çarpıklığı azaltır ve varyansdaki değişmeyi yumuşatır (Gujarati, 2004, s.19). Bunun için kurulan regresyon modeli aşağıdaki gibidir.

$$LGSYHt = \beta_0 + \beta_1 LDYYt + \beta_2 LMEVDUATLARt + \beta_3 LKREDİLERt + \beta_4 LPORTFÖY \quad + e_t \qquad \mathbf{6.3}$$

Çizelge 6.10: Regresyon Modeli Sonuçları (Bağımlı değişken LGSYH).

	B	**Std Hata**	**T**	**P**
C	14,36658	1,497107	28,90037	0,0000
LDYY	0,064102	0,020125	3,185256	0,0025
LMEVDUATLAR	0,023524	0,027289	0,862027	0,3927
LKREDİLER	0,028380	0,018163	1,562561	0,1243
LPORTFÖY	0,083808	0,030485	2,749105	0,0085
Hata terimi	0,169557			
R^2	0,383972			
F (prob)	0,000047			

Regresyon modeli sonuçları incelendiğinde, LDYY ve LPORTFÖY YATIRIMLARININ %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı oldukları tespit edilmiştir (Bkz Çizelge 6.10). Bu durumda modelimiz şu şekilde oluşmaktadır:

$$LGSYH = 14{,}36658 + 0{,}064102 \times LDYY + 0{,}023524 \times LMEVDUATLAR + 0{,}028380 \times LKREDİLER + 0.083808 \times LPORTFÖY \qquad \mathbf{6.4}$$

Klasik doğrusal regresyon modelinin en önemli varsayımlarından birisi tahmin edilen parametrelerin anlamlı ve etkin birer tahmin edici olmasıdır. Tahmin edilen model içerisinde regresyon sabiti olan C ve bağımsız değişkenler olan LDYY, LMEVDUATLAR, LKREDİLER ve LPORTFÖY parametrelerinin anlamlılıkları, bilinen teorik altyapı üzerinde, tek taraflı F testi uygulanarak test edilir. Test etme amacıyla oluşturulan hipotezler şu şekildedir:

C değişkeni için:

$$H_0: \beta_0=0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

H_1 hipotezi tahmin edilen parametrenin anlamlı olduğunu ispatlamak amacıyla kullanılacaktır.

t prob.=0,000

t prob < 0,05 olarak gerçekleştiğinden C değişkeninin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlıdır.

LDYY değişkeni için

$$H_0: \beta_1=0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

t prob.=0,0025

t prob <0,05 olarak gerçekleştiğinden LDYY değişkeninin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlıdır.

LMEVDUATLAR değişkeni için

$$H_0: \beta_1=0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

t prob.= 0,3927

t prob > 0,05 olarak gerçekleştiğinden LMEVDUATLAR değişkeninin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlı değildir.

LKREDİLER değişkeni için

$$H_0: \beta_1=0$$

$$H_1:\beta_1 \neq 0$$

t prob.= 0,1243

t prob > 0,05 olarak gerçekleştiğinden LKREDİLER değişkeninin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlı değildir.

LPORTFÖY YATIRIMLARI değişkeni için

$$H_0: \beta_1=0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

t prob.=0,0085

t prob < 0,05 olarak gerçekleştiğinden LPORTFÖY YATIRIMLARI değişkeninin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlıdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının test edilmesi aşamasında ise F testi uygulanmaktadır. F testine göre modelin anlamlılığı için oluşturulan hipotez şu şekildedir:

$$H_0:\beta_1=0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

F prob.=0,000047

F prob < 0,05 olarak gerçekleştiğinden model genel olarak anlamlıdır.

Model sonucunda LDYY ve LPORTFÖY YATIRIMLARI değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı oldukları tespit edilmiştir. DYY değişkenindeki %1'lik değişim GSYH değişkeninde aynı yönde %0,06'lik değişime neden olmaktadır. PORTFÖY YATIRIMLARI değişkenindeki %1'lik değişim GSYH değişkeninde aynı yönde %0,08'lik değişime neden olmaktadır.

Modelin R^2 değeri 0,38'dir. Bu durumda, LDYY, LMEVDUATLAR, LKREDİLER ve LPORTFÖY YATIRIMLARI; LGSYH değişkeninin %38'ini açıklamaktadır.

Yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre GSYH ile doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya konmuştur. %5 anlamlılık düzeyinde, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları GSYH değişkenini pozitif yönde ve anlamlı olarak etkilemektedir. Bu durum Türkiye ekonomisinde doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının büyüme üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Ekonomide değişkenlerin etkileri uzun dönemde de görülebilmektedir. Bu nedenle ekonometrik modelimize bağımsız değişkenlerin 1 ve 2 dönem önceki değerleri eklenerek analiz edilmiştir (Bkz. Çizelge 6.11).

Çizelge 6.11: Regresyon Modeli Sonuçları (Bağımlı değişken LGSYH).

	B	**Std Hata**	**t**	**P**
C	13,24551	0,547741	24,18206	0,0000
LDYY	0,041529	0,017933	2,315756	0,0257
LDYY(-1)	0,040910	0,018079	2,262861	0,0290
LDYY(-2)	0,046163	0,018051	2,557321	0,0143
LMEVDUATLAR	0,016931	0,024223	0,698954	0,4885
LMEVDUATLAR(-1)	-0,001688	0,024242	-0,069614	0,9448
LMEVDUATLAR(-2)	0,006584	0,025445	0,258770	0,7971
LKREDİLER	0,004704	0,017417	0,270086	0,7884
LKREDİLER(-1)	-0,005154	0,017742	-0,290492	0,7729
LKREDİLER(-2)	-0,010141	0,016326	-0,621128	0,5380
LPORTFÖY	0,032076	0,029868	1,073942	0,2891
LPORTFÖY(-1)	0,041381	0,029579	1,399006	0,1693
LPORTFÖY(-2)	0,071833	0,032224	2,229155	0,0313
Hata terimi	0,142230			
R^2	0,607105			
F (prob)	0,000027			

Regresyon modeli sonuçları incelendiğinde, LDYY, LDYY(-1), LDYY(-2) ve LPROTFÖY YATIRIMLARI (-2) değişkenlerinin %5 anlamlılıkta düzeyinde anlamlı oldukları tespit edilmiştir. Bu durumda modelimiz şu şekilde oluşmaktadır:

$$LGSYH = 13{,}24551 + 0{,}041529 \times LDYY + 0{,}040910 \times LDYY(-1) + 0{,}046163 \times LDYY(-2) + 0{,}016931 \times LMEVDUATLAR + (-0.001688) \times LMEVDUATLAR(-1) + 0{,}006584 \times LMEVDUATLAR(-2) + 0{,}004704 \times LKREDİLER + (-0{,}005154) \times LKREDİLER(-1) + \times (-0{,}010141) \times LKREDİLER(-2) + 0{,}032079 \times LPROTFOY + 0{,}041381 \times LPROTFOY(-1) + 0{,}071833 \times LPROTFOY(-2) \quad \textbf{6.5}$$

C değişkeni için:

H_0: β_0=0

H_1: $\beta_0 \neq 0$

H_1 hipotezi tahmin edilen parametrenin anlamlı olduğunu ispatlamak amacıyla kullanılacaktır.

t prob.=0,000

t prob < 0,05 olarak gerçekleştiğinden C değişkeninin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlıdır.

LDYY değişkeni için:

H_0: β_1= 0

H_1:$\beta_1 \neq 0$

LDYY: t prob.=0,0257 LDYY(-1): t prob.=0,29 LDYY(-2): t prob.=0,0143

t prob <0,05 olarak gerçekleştiğinden LDYY, LDYY(-1), LDYY(-2) değişkenlerinin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlıdır.

LMEVDUATLAR değişkeni için:

H_0: β_1=0

H_1:$\beta_1 \neq 0$

LMEVDUATLAR: t prob.=0,4885 LMEVDUATLAR (-1): t prob.=0,9448

LMEVDUATLAR(-2): t prob.=0,7971

t prob >0,05 olarak gerçekleştiğinden LMEVDUATLAR, LMEVDUATLAR (-1), LMEVDUATLAR (-2) değişkenlerinin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlı değildir.

LKREDİLER değişkeni için:

$$H_0: \beta_1=0$$

$$H_1:\beta_1 \neq 0$$

LKREDİLER: t prob.=0,7884 LKREDİLER(-1): t prob.=0,7729

LKREDİLER(-2): t prob.=0,5380

t prob >0,05 olarak gerçekleştiğinden LKREDİLER, LKREDİLER(-1), LKREDİLER(-2) değişkenlerinin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlı değildir.

LPORTFÖY YATIRIMLARI değişkeni için:

$$H_0: \beta_1=0$$

$$H_1:\beta_1 \neq 0$$

LPORTFÖY: t prob.=0,2891 LPORTFÖY(-1): t prob.=0,1693

LPORTFÖY(-2): t prob.=0,0313

t prob < 0,05 olarak gerçekleştiğinden LPORTFÖY ve LPORTFÖY(-1) değişkenlerinin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlı değildir. LPORTFÖY(-2) değişkeninin parametresinin tahmin edilen değeri anlamlıdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının test edilmesi aşamasında ise F testi uygulanmaktadır. F testine göre modelin anlamlılığı için oluşturulan hipotez şu şekildedir.

$$H_0: \beta_1=0$$

$$H_1:\beta_1 \neq 0$$

F prob.=0,000027

F prob < 0,05 olarak gerçekleştiğinden model genel olarak anlamlıdır.

Model sonucunda LDYY ve LPORTFÖY YATIRIMLARI (-2) değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı oldukları tespit edilmiştir. Bir önceki denklem tahminine göre, bu modelde LDYY'nin gecikmeleri ile LPORTFÖY'ün 2. gecikmesi LGSYH üzerinde daha düşük bir etkiye sahiptir.

Modelin R^2 değeri 0,61'dir. Değer, ekonometrik modelin açıklayıcılığı bakımından ortalama düzeydedir.

Yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımların GSYH değişkenini çok önemli ölçüde etkilediği görülmektedir. Bununla birlikte portföy yatırımları uzun dönemde GSYH değişkenini etkilemektedir. Bu durum, Türkiye'de özellikle doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme ve üretken sermayenin finansmanı anlamında önemli bir kaldıraç görevi üstlendiğini göstermektedir. 4. Bölümde de açıklandığı gibi, 2000'li yıllarda yürürlüğe giren ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına önemli kolaylıklar sağlayan DYY kanunu ve yine devletin 1990'lı yıllardan itibaren portföy yatırımları şeklindeki borçlanmanın önünü açan ve teşvik eden politikaları Türkiye'deki sermaye gruplarının beklentilerine cevap verebilmiştir. Nitekim Türkiye ekonomisinin 1990'lı yıllar ve özellikle de analiz dönemini oluşturan 2000'li yıllarda yaşadığı ekonomik sürece bakıldığında, her iki tür uluslararası para sermaye türünün de de önemli ölçüde içerildiği ve ekonomik büyümenin finansmanında faydalanıldığı açıkça görülmektedir.

7. SONUÇ

Erken kapitalistleşen ülkelerde 1960'lı yılların sonlarından itibaren ortaya çıkan kâr oranlarında düşme eğilimi, bir bütün olarak kapitalist sistemin krizine dönüşmüş ve bu durum uluslararası kapitalist sistemin yeniden yapılanmasını ve ulus devletlerin sermaye birikim sürecindeki işlevlerinin yeniden biçimlendirilmesini gerektirmiştir. Sermayenin kâr oranlarındaki azalışı küresel ölçekte aşma arayışı içerisinde, para, ticari ve üretken sermayenin serbestleştirmesi dünya çapına yayılan bir eğilime dönüşmüştür.

İdeolojilerin sonu iddiasıyla ve alternatifsiz bir politika demeti olarak sunulan Neo-liberalizm, özellikle emeğin ücret, sosyal hak ve sendikalaşma gibi temel hak ve özgürlükler alanında önemli kayıplar yaşamasına neden olmuştur. Ayrıca eğitim, sağlık gibi kamusal alanları sermaye grupları için yeni değerlenme alanları olarak açarak ve sermayenin uluslararası hareketliliği önündeki engelleri kaldırarak düşen kâr oranlarının telafi edilmesini sağlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinde sağlanan serbesti, yabancı sermayenin ulusal pazarlara girişini sağlamış ve yatırım alanlarını çeşitlendirmiştir. Özellikle 2000'li yıllarla birlikte doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, kredi ve mevduatlarda çok önemli artışlar sağlanmıştır. Ayrıca küresel çapta yabancı sermaye hareketliliği, mal ve hizmet ticaretinden çok daha büyük boyutlara ulaşmıştır.

Neo-liberal küreselleşme sürecinde, dünya ölçeğinde serbestleşen sermaye hareketlerinin hem niteliksel hem de niceliksel olarak gelişimi, geç kapitalistleşen ülkeler için sermaye birikiminin ilerletilmesi için de bir fırsat olmuştur. Finansal serbestleşme süreciyle birlikte, özellikle 1990 ve 2000'li yıllarda hızlanan bir şekilde, uluslararası üretken ve para sermayeler en yüksek getiri arayışı içerisinde olmuştur. Erken kapitalistleşmiş ülkelerdeki aşırı birikmiş söz konusu sermaye, kapitalist birikim sürecine daha geç entegre olan Türkiye gibi ülkeler için gereksinim duyulan sermaye eksikliğini giderme olanağı yaratmıştır.

Türkiye bahsedilen bu süreçte önemli bir yapısal dönüşüm sürecinden geçmiştir. Erken kapitalistleşen ülkelerden başlayarak dünyaya yayılan kapitalist sistemdeki kriz neticesinde daralan uluslararası resmi finansman olanakları, dış ödemelerde yaşanan zorluklar ve ortaya çıkan enflasyonist etkiler Türkiye'de 1980 öncesi uygulanan planlı politikaların son bulmasına neden olmuştur. İlk kırılma 1980 yılında 24 Ocak kararları ile gerçekleştirilmiştir. Neticesinde, fiyatlama süreci piyasa güçlerine terkedilerek, ihracat ve ithalat üzerindeki sınırlamalar giderek azaltılmış ve en nihayetinde kaldırılmıştır. İkinci kırılma, 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı kararname ile gerçekleştirilmiştir. Bu kararname ile tezin de temel konusunu oluşturan uluslararası sermaye hareketlerinin üzerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır. Böylece, para ve mal piyasalarında başlayan serbestleşme süreci, daha sonra döviz piyasaları üzerindeki sınırlamaların kaldırılmasıyla tamamlanmıştır.

Türkiye'de ticari, para ve üretken sermaye akımlarının serbestleştirilmesiyle sağlanan uluslararası entegrasyonun asıl belirleyicisi, ulusal sermaye grupları ile yabancı sermayenin çıkarlarının ortak bir noktada buluşması olmuştur. Bir diğer deyişle, erken kapitalistleşen ülkelerdeki aşırı birikim ve geç kapitalistleşen ülkelerdeki birikim dinamikleri bu süreci zorunlu kılmıştır. Yabancı sermayenin genel olarak geç kapitalistleşen ülkelere, özel olarak da Türkiye'ye girişi ve bu girişte yaşanan niteliksel artışlar sermaye birikim sürecinin bu ülkelerde ulaştığı aşamanın birer sonucu olmuştur. Türkiye'de uluslararası para sermaye ve üretken sermayenin içselleştirilmesi süreci, üretken temelli-sermaye birikim sürecinin hızlandırılması amacıyla bir katalizör görevi üstlenmiştir.

Türkiye'de ilk olarak, iç pazar koşullarında korumacı bir konjonktürde üretken sermaye gelişimi amaçlanmıştır. İthal ikameci sanayileşme stratejisi olarak adlandırılan bu dönemin tıkanmasıyla birlikte, sermaye birikiminin krizden çıkması için, 1980 sonrası sınai birikim ihracata yönlendirilmiştir. Bu şekilde, ithalat yoluyla temin edilen ara ve yatırım malları girdileri için gerekli olan döviz biçimindeki sermaye, ihracat kanalı ile sağlanmaya çalışılmıştır. İhracat artış hızının 1980'lerin sonunda yavaşlamasıyla, döviz biçiminde sermaye eksikliği portföy yatırımlarının ülkeye çekilmesiyle giderilmeye çalışılmıştır. 2000'li yıllara gelindiğinde ise, üretken sermaye-temelli birikimin daha yüksek bir aşaması olan orta ve ileri teknolojiye dayanan sektörlerde ilerleme amaçlanmıştır.

Görüldüğü üzere, Türkiye 1960'lı yıllardan başlayarak, yabancı sermaye akımlarını olabildiğince içselleştirmeye çalışmış ve sermaye birikimini hızlandırmak için kullanmıştır. Merkez Bankası'ndan elde edilen veriler, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren portföy, kredi ve mevduat şeklindeki para sermaye akımlarının arttığını göstermektedir. Ayrıca bu kalemlerdeki artış, uluslararası resmi kaynaklardan borçlanmanın, yerini özel piyasalardan borçlanmaya bıraktığını göstermektedir. 2000'li yıllara gelindiğinde, üretken sermayenin niteliksel olarak derinleşmeye başlamasına paralel olarak, önemli ölçüde doğrudan yabancı yatırım çekildiği görülmektedir. Özellikle 2005 ve 2008 yılları arasında rekor seviyede giriş yaşanmış ve 2007 yılındaki 22,047 milyar dolarlık doğrudan yabancı yatırım girişi ülke rekoru olmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlara paralel olarak, portföy yatırımlarında da önemli rakamlara ulaşılmıştır. 2004-2006 yılları arasında ortalama olarak 9 milyar dolar civarında seyreden portföy yatırımları, bir düşüş trendinin ardından tekrar kendini toparlayarak, 2010 ve 2011 yıllarında toplam 40 milyar dolarlık bir seyir izlemiştir. Kredi ve mevduat kalemlerinde sağlanan girişler de finansman anlamında önemli katkılar sunmuştur. 2005 ve 2008 yıllarında krediler aracılığıyla sağlanan kaynak 90 milyar dolar civarındadır. Mevduat miktarlarına bakıldığında bu rakamların portföy yatırımları ve kredilere göre düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Fakat, 2010 ve 2012 yıllarında sırasıyla 13,837 ve 7,799 milyar dolarlık girişler finansman için önemli kaynak olmuştur.

Şirketler kesimine alternatif finansman kaynağı sağlamak amacıyla 1986 yılında faaliyete geçen IMKB, yaklaşık 30 yıl içinde önemli bir mesafe kat etmiştir. 2013 yılında isim değişikliğine giden IMKB, Borsa İstanbul ismiyle faaliyetlerine devam etmektedir. 1986 yılında 80 şirket borsada işlem görürken, 2013 yılında bu rakam 424'e yükselmiştir. Bunun yanı sıra, Borsa İstanbul'da gerçekleşen işlem hacmi ve piyasa kapitalizasyonu da önemli ölçülerde artış göstermiştir. Bu veriler, ülkedeki şirketlerin finansman kaynağı olarak sermaye piyasalarından giderek daha çok faydalandığını ve bu durumun ülkede finansal serbestleşme süreciyle mümkün olduğunu göstermektedir. Ayrıca finansallaşma süreciyle birlikte, reel kesimin uzun ve kısa vadeli dış borçlanmasında da yıllar itibariyle önemli artışlar kaydedilmiştir. Tüm bu göstergeler, Türkiye'de sermaye birikiminin önemli ölçüde dış kaynaklarla finanse edilerek, ekonomik büyümenin sürdürüldüğüne işaret etmektedir.

Türkiye geç kapitalistleşen bir ülke olarak, üretken sermaye birikiminin bir üst noktaya çıkarılması ve imalat sanayi yapısında yüksek katma değerli mal üretim ve ihracatına olan dönüşümü gerçekleştirmede dış finansman kaynaklarına yoğun bir şekilde ihtiyaç duymuştur. Bu doğrultuda, uluslararası sermaye akımlarının, Türkiye'de ekonomik büyüme sürecini finanse etmede etkili olup olmadığı ekonometrik olarak test edilmiştir. En küçük kareler yöntemiyle oluşturulan regresyon modeli sonucunda, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının %5 anlamlılık düzeyinde GSYH değişkenini pozitif etkilediği bulgulanmıştır. Ayrıca, değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü ve neden-sonuç ilişkisini belirlemek amacıyla Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Buna göre, ilk üç aylık dönem içinde GSYH değişkeni doğrudan yabancı yatırımları etkilerken, mevduatlar da GSYH değişkenini etkilemektedir. 6, 9 ve 12 aylık dönemler için de doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının GSYH değişkenini etkilediği görülmektedir. Bununla birlikte GSYH değişkeni kısa dönemde mevduatlardan ve bir senelik dönemde de kredilerden etkilenmektedir.

1990'lı yıllardan başlayarak, artarak içselleştirilen yabancı sermaye akımları, Türkiye'de büyümeyi, üretken sermayenin oluşumunu ve derinleşmesini önemli ölçüde finanse etmiştir. Bu dönemde yurtdışı finansman olanaklarını kullanan borsaya kayıtlı şirketler önemli ölçüde sermaye yapılarını güçlendirerek, kârlılık oranlarını yükseltmiştir. Fakat, cari açığın GSYH'ye oranının 2000'li yıllarda hızla artarak, 2013 yılında %8,2'ye erişmesi cari açığın finansmanını kritik bir mesele olarak gündeme sokmuştur. Cari açığın küresel kaynaklardan finansmanında yaşanacak bir sıkıntının Türkiye ekonomisini derin bir krize sürüklemesi olası bir senaryodur. Bu bağlamda, Cumhuriyet'in ilanından bu yana en düşük seviyelere inen yurtiçi tasarrufların GSYH'ye oranının artırılması ve iktisat politikalarının da bu yönde kurgulanması, sağlıklı bir ekonomi yaratabilme adına elzem bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu süreçte, Türkiye ekonomisinin daha rekabetçi bir yapıya kavuşması amacıyla 2000'li yıllardan itibaren, yüksek katma değerli üretimin başarımı ve ihracatı önemli bir hedef haline gelmiştir. Siyasal iktidarın, Türkiye ekonomisinde bu dönüşümü sağlama ve mevcut ekonomik yapıda bir kırılma yaratma arzusu 2023 Türkiye raporunda da açıkça belirtilmiştir:

> ‘’ 2023 hedefi, bilgi toplumuna dönüşmüş, her alanda modern standartları yakalamış ve küresel ölçekte rekabet gücü yüksek, güçlü bir Türkiye’dir… Önümüzdeki yıllarda sağlayacağımız yüksek büyümenin öncüsü özel sektörümüz olacaktır… Özel sektörümüzün önünü açacak politikaları uygulamaya deva edeceğiz. Bunun için, makroekonomik istikrarın yanında, mal ve hizmet sektöründe verimlilik artışlarını getirerek kaliteyi ve rekabet gücünü artırarak reformları sürdüreceğiz…’’

Görüldüğü gibi, siyasal iktidarın ekonomi söylemi, bilgi toplumu, küresel rekabet, yüksek teknolojili üretim ve güçlü bir özel sektör üzerinden şekillenmektedir. Üretim yapısının dönüşümündeki bu zorunluluk aynı zamanda üretken sermayenin derinleşmesi ve daha yüksek teknolojiye dayalı, katma değeri yüksek üretim anlamına gelmekte ve belli bir birikim düzeyine ulaşmış sermaye gruplarının önünü açarak, onların birikimlerini daha ileri bir noktaya taşımalarına da olanak sağlamaktadır (Gültekin-Karakaş ve diğ, 2013, s:306).

2000’li yıllarda orta-düşük ve orta-yüksek teknolojiye dayalı imalat sanayi sektörlerinin kümülatif ihracat içindeki paylarının yükselmesi ve tersi yönde bir eğilim olarak, düşük teknolojili alt-sektörlerin payının azalması, bu dönüşümün somut birer göstergesi olmuştur. Özellikle 1990’lı yıllarla birlikte yabancı sermaye akımlarının artan bir hızla içselleştirilmesiyle atılan ilk adımlar, 2000’li yıllarda devletin özel sektöre yönelik uygulamaya koyduğu teşvik politikaları ile ithal edilen ürün ve girdilerin yerli üretimini artırma çabası ile devam ettirilmiştir. Bu şekilde dış finansman kaynaklarıyla olan kuvvetli ilişkinin getirdiği kırılganlık riskini azaltmak için, devletin yerli ve yabancı sermayeyi desteklediği açık bir şekilde izlenmektedir.

Genel olarak, finansallaşma olarak tanımlanan süreçte, ulusal ekonomiler arasında artan para sermaye hareketliliği, ancak para akımlarının yöneldiği ülkelerde üretken sermayeler ile kurduğu bağlantılar göz önüne alınarak temellendirilebilir. Türkiye deneyimi, bu iddianın açık bir örneğidir. Ülkede iç ve dış finans piyasalarında başlayan serbestleşme süreci, kapitalist sanayileşmenin derinleştirilmesi için gereksinim duyulan kaynak gereksiniminin sağlanması arayışı ile ilişkilidir. Nitekim, Türkiye’de üretken sermayelerin, farklı dönemlerde farklı biçimleri öne çıkmakla birlikte, hem DYY, hem de portföy yatırımları, kredi ve mevduatlar şeklinde ülkeye akan finansman olanaklarını kullanmaya çalıştıkları görülmektedir. Sonuç olarak, Türkiye’de üretken sermayenin oluşturulması amacıyla özellikle 2000’li yıllarda yoğun bir şekilde içerilen yabancı sermaye hareketlerinin, kapitalist büyüme ve kalkınma için birer kaldıraç etkisi yarattığı görülmektedir.

KAYNAKLAR

Aizenman, J., Jinjarak, J. ve Park, D., (2011) "Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990-2010", Department working paper.

Akçoraoğlu, A., (2000) "International Capital Movements, External Imbalances And Economic Growth: The Case Of Turkey", *Yapı Kredi Economic Review*, Vol:11, No: 2.

Albeni, M., Demir, Y. ve Öztürk, E., (2007) "Türkiye'de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi", Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, C:7.

Bayraktar, F., (2003) "Dünyada ve Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları", Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Genel Araştırmalar, GA/03-1-1.

BDDK, (2012) "Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2012".

Boratav, K., (2001) "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", İşletme, İktisat ve Finans Dergisi, Cilt:16, Sayı:186, S:7-17.

Boratav, K., (2006). "Türkiye İktisat Tarihi: 1908-2005", İmge Yayınevi, Ankara.

Boratav, K. ve Yeldan E., (2001), "Financial Liberalization, Macroeconomic (In) Stability, and Patterns of Distribution".

Bosworht, B. ve Collins, S., (1999) "Capital Flows to Developing Economies : Implications for Saving and Investment", Brookings Papers on Economic Activity, 1999/1, s.143-180.

Bulutay, T., (1995). "Yeni Büyüme Kuramları ve Büyüme, Kalkınma Konusunda Bazı Yaklaşımlar, Devlet Planlama Teşkilatı.

Bulutay, T., (2004) "Kalkınma ve Büyüme", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Cilt:19, Sayı:214, s:5-91.

Çavuş, S. ve Gültekin-Karakaş, D., (2010) **"**Do Turkish Commercial Banks Dominate Turkey's Capital Markets?" Turkish Economics Association (TEA) International Conference on Economics, Kyerna, KKTC.

Celasun, O., Denizer, C. ve He, D., (1999) "Capital Flows, Macroeconomic Management, And The Financial System: The Turkish Case, 1989-97." *IMF Working Paper*, No.2141.

Choong, C.K., Baharumshah, A.Z., Habibullah, M.Z. ve Yusof, Z., (2010) "Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries:A Comparati and Analysis'', *Japan and the World Economy* 22, s.107-117.

Cox, R., (1987) "Production, Power and World Order:Social Forces in the Making of History", New York, Columbia University Press.

Çimenoğlu, A. ve Yentürk N., (2003) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi Ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi" *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*, İçinde, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Birinci Basım, İstanbul, Sayfa: 73-102

Değirmen, S. ve Şengönül A., (2012) ''Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye'nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermaye Piyasası ve Bankacılık Kanalı'', Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2012/73.

Dicken, P., (2011) ''Global Shift'', The Guildford Press: New York, 6th. Edition.

Direkçi, T. ve Kaygusuz, S., (2013) ''Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler ile Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği'', Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Sayı:9.

Dowd, D., (2006) "Kapitalizm ve Kapitalizmin İktisadı: Eleştirel bir tarih", Yordan kitap, Çev. Cihan Gerçek, İstanbul.

Durham, J.B., (2004) "Absorptive Capacity and The Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth'', *European Economic Review* 48, s.285-306.

Durham, J.B., (2003) "Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth," Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers No.757.

Ekzen, N., (2009) "Türkiye Kısa İktisat Tarihi: 1946'dan 2008'e'', ODTU Yayıncılık, Ankara.

Epstein, G., (2005) "Financialization and The World Economy", Northampton, US: Edward Elgar.

Ercan, F., (1998) "Neo-liberal Küreselleşme Sürecinde Türkiye'de Değişen Sermaye İçi Bileşenler", İktisat Dergisi, Sayı: 378, s:25-51.

Ercan, F. ve Gültekin-Karakaş, D., (2008) "Türkiye'de Uluslararasılaşma Sürecindeki Sermayenin Üretken ve Para Sermaye Arasındaki Zaman Yönelimli Stratejik Tercihi", İktisat İşletme ve Finans, No. 262, s: 35-55.

Ercan, F., Gültekin-Karakaş, D. ve Tanyılmaz, K., (2008) "Türkiye'de Sermaye Birikimi, Sanayileşme Politikaları ve Sektörel Değişimler", Çeşitli Yönleriyle Cumhuriyetin 85'inci Yılında Türkiye Ekonomisi içinde, 2008, Gazi Üniversitesi Yayınları, s:213-252.

Erdoğan, M., Gökdeniz, İ. ve Kalyoncu, K., (2003) "Finansal Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi ve Türkiye Örneği (1989-2002)", Gazi Üniversitesi Dergisi, Cilt:1, s:101-117.

Ertek, T., (2008) "Makroekonomiye Giriş", Beta Yayınları, İstanbul.

Froud, J., Haslam, C., Johal, S. ve Williams, K., (2000) "Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves", Economy and Society, Cilt:29, Sayı:1, s:80-110.

Gujarati, D. N., (2004) "Basic Econometrics", The McGraw-Hill, New York.

Gülalp H., (1987) '' Gelişme Staratejileri ve Gelişme İdeolojileri'', Yurt Yayınları, İkinci Basım, Ankara.

Gültekin-Karakaş, D., (2009) "Hem Hasımız hem Hısımız- Türkiye Finans Kapitalinin Dönüşümü ve Banka Reformu", Şahika Tokel(Çev), ISBN: 13:978-975-05-0680-2, İstanbul: İletişim.

Gültekin-Karakaş, D., (2013b) "Current Macroeconomics Issues in the World Economy Ders Notları", İTÜ SBE, İktisat Yüksek Lisans Programı.

Gültekin-Karakaş, D., Hayta, G. ve Hisarcıklılar, M., (2013) "Türkiye'de Sanayileşmenin Bir Bileşeni Olarak Doğrudan Yabancı Yatırım ve Dış Ticaret İlişkisi", Ümit Şenesen'e Armağan Paylaşımlar: Sayılarla Türkiye Ekonomisi, Literatür Yayınları, s. 299-337.

Gültekin-Karakaş, D. ve Ercan, F., (2014) "Financialization in Turkey: A Form of Dependency or an External Financing Strategy of Productive Capital?", IIPPE the Fourth Annual Conference in Political Economy, Netherlands.

Güriş, B., (2007) "Vade Yapılarına Göre Yabancı Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri : Türkiye Örneği", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öneri Dergisi, cilt.28, no.7, s.309-316.

İpek, E. ve Karahan, Ö., (2013) ‘’Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler’’, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Sayı:21, Sayfa:299-316.

İnsel, A. ve Sungur, N., (2003) “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği- 1989:3-1999:4’’, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2003/8.

İstanbul Üniversitesi Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi, (2013) “Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu’’, Serpam Araştırma Raporları.

Kahyaoğlu, M. B., Ülkü, S., ve Gelmedi O., (2011) “Türkiye’de 2002-2010 Döneminde Gerçekleşen Finansallaşmanın Bir Boyutu Olarak Kredi Kartı Kullanımındaki Artışın Kayıptan Kaçınma Etkisi Bağlamında İncelenmesi, İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt:12, Sayı:1, s,29-41.

Kaminsky, G. ve Reinhart, C., (1998) ‘’Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now’’, American Economic Review, s. 444-448.

Kar, M. ve Kara, A., (2005) ‘’Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi’’, İktisat İşletme ve Finans, No:228, s:93-108.

Karaca, Ç. ve Vergil, H., (2010) ‘’Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi, Ege Akademik Bakış, Cilt:10, Sayı:4, s:1207-1216.

Karaman, D., Taşdemir, M., ve Yıldırım, K., (2007) ‘’Makroekonomi’’, Seçkin Yayınları, 6. Baskı, Eskişehir.

Kazgan, G., (2002) “Tanzimattan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı, İstanbul.

Kepenek, Y. ve Yentürk, N., (2001) “Türkiye Ekonomisi”, Remzi Kitabevi, 12. Baskı, İstanbul.

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

Klein,M. W. ve Olivei, G.P., (2008) “Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth”, Journal of International Money and Finance, 27, s:861-875.

Köymen, O., (2007) “Sermaye Birikirken, Osmanlı, Türkiye, Dünya”, Yordam Kitap, 2. Baskı, İstanbul.

McKinnon, R.I., (1973) “Money and Capital in Economic Development”, The Brooking Institution, Washington D.C.

Mclean, B. ve Shresta S., (2002) "International Financial Liberalisation and Economic Growth", Reserve bank of Australia, Research discussion paper, s:1-24.

Mody, A. ve Murshid, A. P., (2011) "Growth from International Capital Flows: The Role of Volatility Regimes", IMF Working Paper WP/11/90.

Müsiad, (2013) "Güven Ekonomisinde Büyümenin Finansmanı, 2013 Türkiye Ekonomisi Raporu", Araştırma Raporları.

Orhangazi, Ö., (2008) "Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallasmaya: İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış", ODTÜ Gelişim Dergisi, 35, 133-159.

Örnek, İ., (2008) "Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği", Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 63-2.

Panitch, L., (1994) "Globalisation and the State", New Left Review, No:2.

Poulantzas, N., (1978) "State, Power and Socialism", London: New Left Books.

Romer, P. M., (1994) "The Origins of Endogenous Growth", The Journal of Economic Persfectives, s:3-22.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), http://www.spk.gov.tr/apps/ad/AylikPeriyodikDokumanlar.aspx?pdt=PERD02&submenuheader, Erişim Tarihi: 28.04.2014.

Seyidoğlu, H., (2006) "İktisat Biliminin Temelleri'', Güzem Can Yayınları, No:21, İstanbul.

Shaw, E., (1973) "Financial Deeping In Economic Development'', Oxford University Press, New York.

Söylemez, A.O. ve Yılmaz A., (2012) ''Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi ve Büyüme İlişkisi'', Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: XXXIII, Sayı: 2, s: 47-66.

Sweezy, P., (1997) "More (or Less) on Globalization", Monthly Review 49, No: 4, Eylül.

Sweezy, P., (1994) "The Triumph of Financial Capital'', Monthly Review, Haziran.

T. C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, (2013) "3. Sanayi Şurası Komisyon Raporları".

T. C. Kalkınma Bakanlığı, Onuncu Kalkınma Planı: 2014-2018, (2013), http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Kalknma%20Planlar/Attachments/12/Onuncu_Kalkınma_Planı.pdf, Erişim Tarihi: 02.05.2014.

Tellalbaşı, I., (2011) ‘’Sermaye Birikimi ve Finansallaşma Türkiye Örneği’’, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İstanbul.

Turan, T., (2001) Neo-Klasik Büyüme Modeli ve Koşullu Yakınsama Hipotezi, İ.Ü. İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 39. Seri.

Türkay, M., (2009) “Uluslararası Kapitalist Sistemle Entegrasyon Süreci”, M.Ü. İ.İ.B.F. İktisat Bölümü İktisat Yazıları, Yayınlanmamış Ders Notları.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), (2014) “Ödemeler Dengesi İstatistikleri”, Mart, http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odmainyeni.html, Erişim Tarihi:28.04.2014

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html, Erişim Tarihi: 24.01.2014.

Türkiye Hükümeti, (2003) “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu”, Kanun Numarası: 4875, Kabul Tarihi: 05/06/2003, Resmi Gazete Tarihi ve Sayısı: 17/06/2003 ve 25141, http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4875.pdf , Erişim Tarihi: 02.02.2014.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), http://www.tuik.gov.tr/PreTabloArama.do?metod=search&araType=vt.

Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kurumları (TSPAK), (2014) “Türkiye Sermaye Piyasası 2013”, Araştırma Raporları.

World Bank, http://data.worldbank.org/topic/economy-and-growth, Erişim Tarihi: 02.02.2014.

Yeldan, E., (2002) “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, *Praksis Dergisi*, Sayı 7, s: 19-34.

ÖZGEÇMİŞ

Ad Soyad: Umut ÜZAR

Doğum Yeri ve Tarihi: İstanbul – 02.02.1988

Adres: Beşiktaş

E-Posta: umut.uzar@hotmail.com

Lisans: Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, 2010.