

Keynesgil finansal düzenlemelerden finansallaşmaya: İktisat literatürü ve ABD ekonomisinin finansallaşmasına tarihsel bir bakış

Özgür Orhangazi

*Roosevelt Üniversitesi, İktisat Bölümü, Chicago IL, 60605 ABD
e-posta: oorhangazi@roosevelt.edu*

Özet

Başta ABD ekonomisi olmak üzere hem merkez hem de çevre ülke ekonomilerinde finansal piyasaların, ilişkilerin, kurumların ve işlemlerin boyutları ve önemi özellikle son yirmi-yirmibeş senede muazzam düzeyde arttı. Öyle ki, kapitalist sistemin şu an içinde bulunduğu aşamayı nitelemek için sıkça kullanılan küreselleşme ve neoliberalizm kavramlarına bir üçüncüsü olarak 'finansallaşma' eklendi. Bu makalede, Keynesgil birikim sürecinin çeşitli kural ve kısıtlamalarla düzenlenmiş finansal sisteminin yerini, giderek artan oranda düzenleme dışı bırakılan finansal ilişkilere bırakmasının neden ve sonuçları tartışılmaktadır. Finansallaşma olarak adlandırılan bu süreci kökenleri ve sonuçları itibarıyla analitik olarak anlamak için tarihsel bir perspektif sunulmakta ve bu bağlamda ABD ekonomisindeki eğilimler nicel olarak incelenmektedir.

Anahtar kelimeler: Finansallaşma, finansal piyasalar, finansal olmayan işletmeler, finans kapital.

JEL sınıflandırması: G0, G1, G3, D53, N2.

1. Giriş

ABD ekonomisinde son 20-25 yıldır yaşanan finansallaşma sürecini tarihsel bir perspektifle incelemeyi ve bu sürecin neden ve sonuçlarını iktisat literatürü ve ampirik veriler ışığında tartışmayı

amaçlayan bu makale altı bölümden kuruludur. Finansallaşma kavramını tanımlayan ve literatürdeki kullanımlarını gözden geçiren Giriş bölümünü takiben ABD ekonomisinde finansallaşmanın boyutları veriler aracılığıyla tasvir edilecektir. Üçüncü bölümde, günümüz finansallaşma sürecini, 19. yüzyıl sonu - 20. yüzyıl başlangıcında yaşanan finansal genişleme ile kıyaslayabilmek amacıyla bu dönemin finansal ilişkilerinin ana özellikleri incelenecektir. Dördüncü bölümde, Keynesgil sermaye birikim rejimi döneminde uzun vadeli yatırım projelerini ucuz kredi ve finansal hizmetler sağlayarak destekleyen finansal yapıların yerini finansal serbestleştirmeye bırakması ele alınacaktır. Beşinci bölümde, finansallaşma sürecinde finansal olmayan işletmeler (FOİ) olarak adlandırılan sınai ve ticari işletmelerle finansal kurum ve piyasalar arasındaki ilişkide yaşanan dönüşüm tartışılacaktır. Makalenin son bölümü, bu tartışmaları bir araya getirerek finansallaşma sürecini neden ve sonuçları ile anlamaya yönelik bir çerçevenin oluşturulmasına ayrılmıştır. Böylelikle, iktisat literatüründe birbirinden kopuk bir biçimde incelenen olguların, finansallaşma süreci bağlamında tarihsel bir perspektiften anlaşılmasına katkı sunmak hedeflenmektedir.

1940'lardan 1970'lere uzanan dönemde ABD ekonomisi, yüksek yatırım ve büyüme oranları, hızlı verimlilik artışı ve düşük işsizlik oranları ile görece istikrarlı bir seyir izlemiş ve bu dönem kapitalizmin 'altın çağ'ı olarak adlandırılmıştır. Ne var ki 1970'lerde başlayan kriz, bu refah dönemini sona erdirirken, gerek ABD'de gerekse diğer ekonomilerde büyük çaplı dönüşümlere yol açtı. 1980'lerden itibaren üretim ve ticaret küreselleşirken, devletin ekonomideki yeri küçültülmeye başlandı ve piyasalar giderek serbestleştirildi. Aynı dönemde finansal faaliyetlerin boyutları arttı, ekonomi içerisindeki konumları artan bir önem kazandı. Keynesgil ekonomi politikalarının yaygın bir biçimde uygulandığı 'altın çağ'da, finansal faaliyetler katı bir denetim mekanizması altında uzun vadeli yatırım ve ekonomik büyüme ihtiyaçlarının hizmetine sokulmuşken, 1980 sonrasında bu kontroller giderek ortadan kalktı. Bunun sonucu olarak finansal piyasa, kurum ve faaliyetlerin boyutlarının ve ekonomi içerisindeki önemlerinin giderek artması, iktisat literatüründe *finansallaşma* kavramı ile tanımlanmaya başlandı (Krippner, 2005; Epstein, 2005).

Görece yeni bir kavram olan finansallaşma, Arrighi (1994, 2003 ve 2005), Arrighi ve Silver (1999), Harvey (2003), Sweezy (1997) ve Amin (1996, 2003) tarafından genel olarak finansal faaliyetlerin

artışını nitelemek üzere kullanılmaktadır. Bu yazarlar, finansallaşmanın kapitalizmin 1970'lerde girdiği yapısal krizin doğurduğu bir olgu olduğunu ve üretim sektöründe kârlı yatırım olanaklarının azalmış bulunması nedeniyle ortaya çıktığını öne sürmektedirler. Duménil ve Lévy (2005) ise finansallaşmanın ortaya çıkmasında 1970'lerin sonundaki kârlılık krizinin önemini yadsımamakla beraber, bu süreçte finansal serbestleştirme ve düzenleme dışı bırakma yönünde alınan iktisat politikası kararlarının oynadığı role dikkat çekerler.

Boyer (2000), Aglietta (2000), Aglietta ve Breton (2001), Crotty (2005) ve Stockhammer (2004) ise finansallaşmayı, FOİ'ler ile finansal piyasalar arasındaki ilişkilerde meydana gelen dönüşümü tanımlamak için kullanırlar. Crotty (2005) ve Stockhammer (2004), bir yandan finansal piyasaların FOİ'lerin karar alma mekanizmaları üzerindeki egemenliklerinin arttığına; diğer yandan da FOİ'lerin giderek artan ölçülerde finansal faaliyetlerde bulduklarına dikkat çekerler. Bu grupta yer alan araştırmacılar, genel olarak finansallaşmanın makro düzeydeki sonuçlarını tartışırken, finansal piyasaların FOİ'ler üzerindeki etkinliklerinin artmasının reel yatırımlarda bir yavaşlamaya yol açabileceğini öne sürerler.

Benzer bir tartışma, Lazonick ve O'Sullivan (2000), Froud vd. (2000), Feng vd. (2001), Bivens ve Weller (2004), Henwood (1997 ve 2003), Morin (2000) ve Jürgens vd. (2000) tarafından yürütülmüştür. Bu yazarlar makro seviyedeki değişikliklerden ziyade işletme bazında, özellikle de FOİ'lerin yönetim ilkelerinin ve yatırım stratejilerinin finansal piyasalar tarafından değiştirilmesi bağlamında finansallaşmanın sonuçlarını tartışırlar. Bu tartışmaların ortak sonucu, FOİ'lerin giderek daha kısa vadeli stratejilerle finansal piyasaların beklentilerini karşılamaya çalıştıkları ve bunun da potansiyel istikrarsızlığı artırıcı ve reel yatırımları azaltıcı etkileri bulunduğudur. Öte yandan, Epstein ve Jayadev (2005) ile Duménil ve Lévy (2004) makro düzeyde finansal piyasaların ağırlığının artmasının gelir dağılımında bozulmaya yol açtığını öne sürerler.

Her ne kadar bu çalışma ABD ekonomisi üzerine yoğunlaşıyor olsa da, çalışmanın sunduğu bulgular, benzer gelişmelerin yaşandığı diğer ülke ekonomileri açısından da önem taşımaktadır. Örneğin, Soederberg (2003), Singh (2003) ve Glen vd. (2000), ABD ekonomisinde finansallaşma sonucu varılan piyasa yapılarının gelişmekte olan ülkelerde de uygulanmaya çalışıldığına dikkat çekerler. Bu yazarlara göre, çoğu gelişmekte olan ülke ekonomisine örnek gösterilen ABD tarzı finansal piyasalar ve işletme anlayışı, bu

ülkelerde kalkınmayı destekleyecek yapıda değildirler. Bu makale, bu literatür açısından iki öneme sahiptir. Birincisi, finansallaşma sürecinin merkezi olan ABD ekonomisinde sürecin ortaya çıkış nedenlerini tarihsel olarak tartışması ve ikincisi de finansallaşmanın genel olarak üretken sermaye yatırımları üzerindeki etkilerini incelemesi ile bu sürecin diğer ülkeler bağlamında yaratabileceği yapısal değişiklikler için bir karşılaştırma imkanı sunmasıdır. Dolayısıyla bu tartışma, değişik finansal yapıların büyüme ve kalkınma açısından önemlerini karşılaştıran literatürle de bağlantılıdır (örneğin bkz. Mayer, 1998; Schaberg, 1999; Ndikumana, 2005).

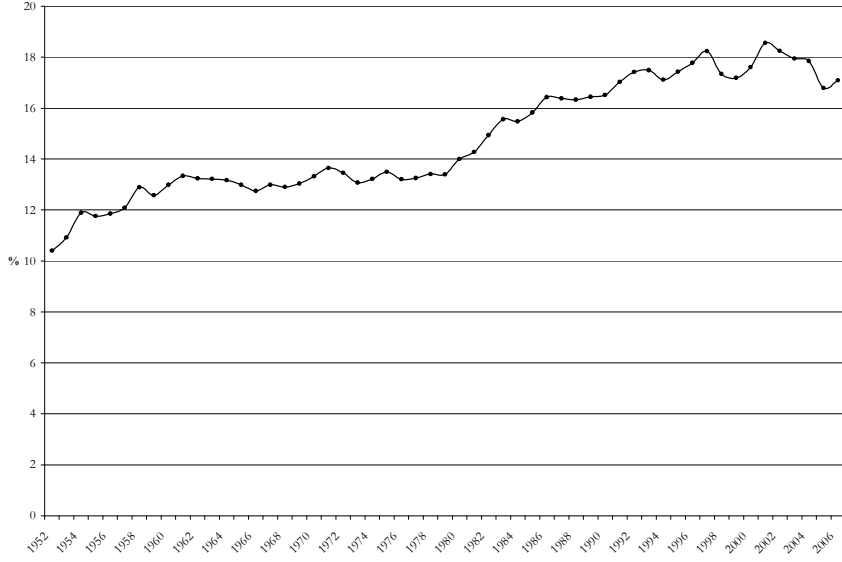
2. Finansallaşmanın boyutları

1980'den bu yana tüm dünyada finansal piyasalar büyük bir hızla büyümektedir. Dünya çapında hisse senedi, borç tahvili ve banka hesapları gibi finansal varlıkların toplam değeri 2006'da 44.5 trilyon dolar olan toplam gayrisafi gelirin üç katını aşarak 140 trilyon dolara ulaştı (Farrell vd., 2007). Finansal varlıklardaki bu büyümenin boyutlarını anlamak için toplam finansal varlıkların 1980'de toplam gayrisafi gelire eşit olduğunu göz önünde bulundurmak gerekir (Farrell vd., 2007). Finansal varlıkların artışında başlı ABD çekerken, AB ekonomisi ve Japonya onu takip etmektedir. Finansal türevler olarak adlandırılan daha karmaşık finansal varlıkların boyutu ise 1990'larda dünya gelirinin yüzde 27'sinden 2006'da yüzde 80'üne vardı. Aynı dönemde küresel sermaye hareketleri de ciddi bir biçimde artarak 6 trilyon doları aştı. Kısacası, tüm dünyada bir yandan toplam finansal sermayenin boyutları büyürken bir yandan da bu sermayenin hareketliliği arttı.

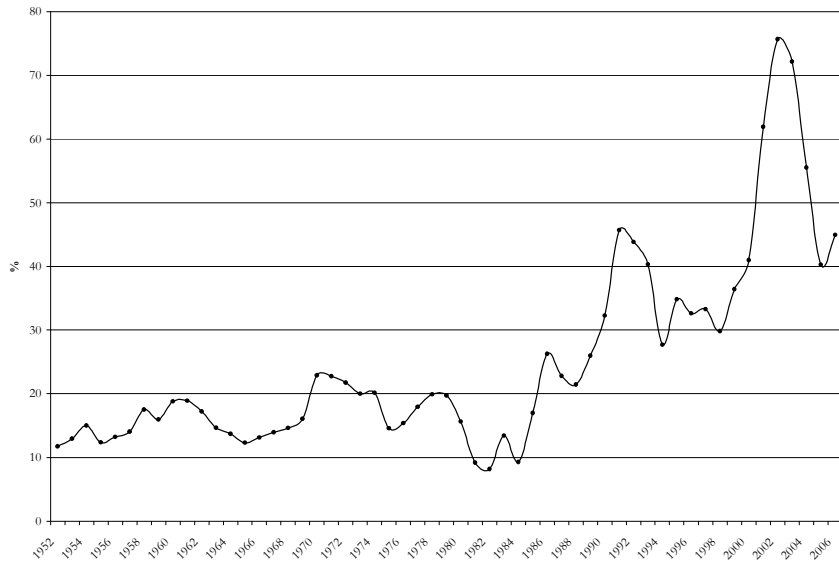
Finansal faaliyetlerdeki bu artış ABD ekonomisinde açıkça görülmektedir. Finansal piyasaların ekonomideki yerinin değiştiğinin en önemli göstergelerinden birisi ulusal gelirden bu sektörün aldığı paydır. Şekil 1, finansal sektörün toplam gelirini ulusal gelire oranla yansıtmaktadır.¹ Bu pay 1952-1980 arasında yüzde 12 ila 14 arasında seyrederken, 2000'lere varıldığında yüzde 20'ye ulaşmıştır. Bu artışın en önemli sebeplerinden birisi finans sektörünün kârlılık oranlarındaki yükselmedir. Şekil 2, finansal işletmelerin kârlarının FOİ kârlarına oranını sunmaktadır. Bu oran 1980'lerin ortalarında artışa geçmiş, 1990'larda ciddi bir patlama yaşadıktan sonra 2000'lerin başında

¹ Şekillerde sergilenen veriler, yazar tarafından *Federal Reserve Flow of Funds* (www.federalreserve.gov) ve *Bureau of Economic Analysis – National Income and Product Accounts* (www.bea.gov) kaynakları kullanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 1
Finansal Sektör Gelirinin Ulusal Gelire Oranı (%)



Şekil 2
Finansal İşletme Kârlarının FOİ Kârlarına Oranı (%)



rekor düzeylere ulaşmıştır. Her ne kadar 2000'lerin ortalarına doğru bu oran düşmüş gibi görünse de, bu düşüş esas olarak finansal sektörün kârlılığında bir azalmadan değil, diğer işletmelerin kârlılıklarının hızlı bir biçimde artmasından kaynaklanmaktadır. Benzer bir eğilim, ticari bankaların kârlılık oranlarında da görülmektedir. Şekil 3'ün gösterdiği gibi 1980'lerde ciddi bir biçimde düşen banka kârlılık oranları, 1990'larda rekor seviyelere ulaşmıştır.

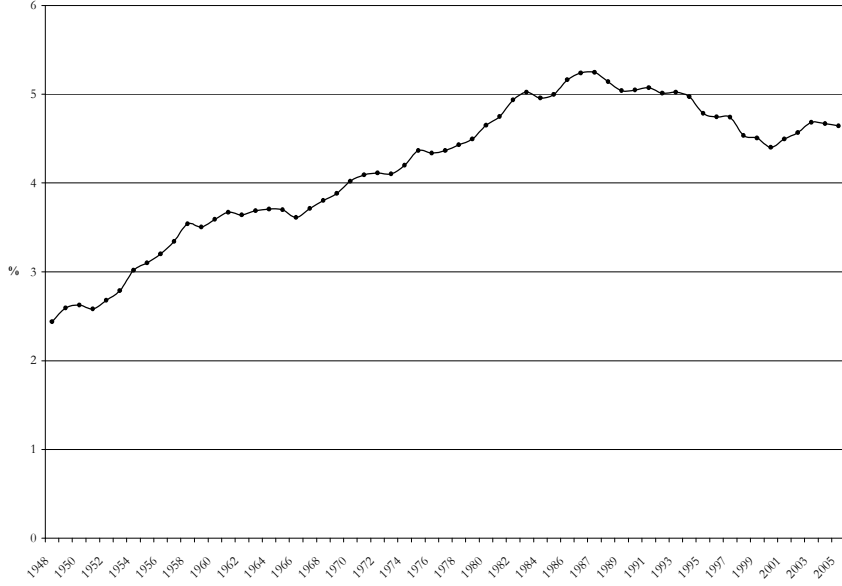
Şekil 3

Ticari Bankaların Net Gelirlerinin Toplam Varlıklarına Oranı (%)

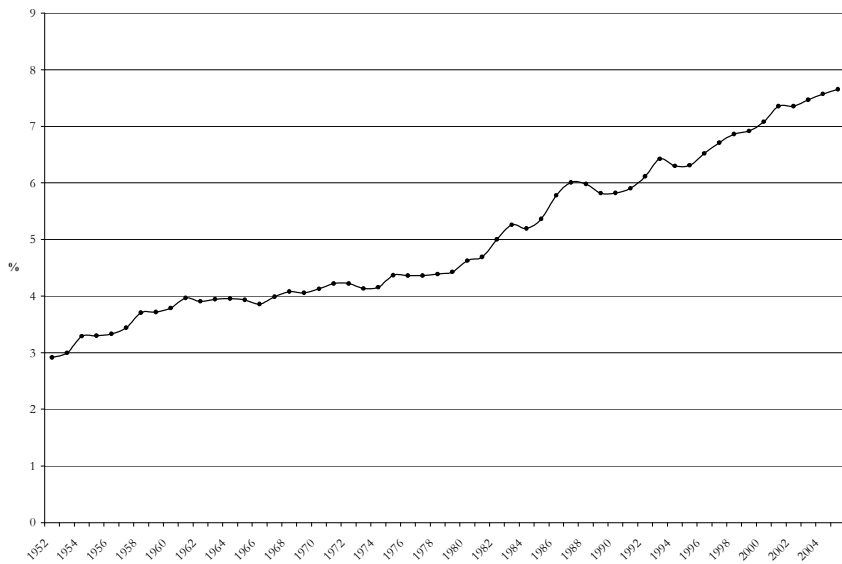


Finans sektörünün giderek artan rolünün bir başka göstergesi de sektörün istihdam ve toplam ücret ve maaş ödemelerindeki artıştır. Şekil 4'ün de gösterdiği gibi sektördeki istihdamın toplam istihdam içerisindeki payı 1950'lerden bu yana artmaktadır. 1990'larda yavaşlayan bu artışla birlikte finansal sektör istihdamının toplam istihdam içerisindeki payı yüzde 4 ila 5'e ulaşmıştır. Her ne kadar 1990'ların ortalarından itibaren istihdam payı belli bir ölçüde düşmüş olsa da, Şekil 5'de görülebileceği üzere finansal sektör ücret ve maaş ödemelerinin toplam ücret ve maaş ödemeleri içerisindeki payı artmaya devam etmiş ve 2005'e varıldığında bu oran 1952-1980 ortalamasının iki katına ulaşmıştır. Benzer bir şekilde, ulusal gelir içerisindeki 'rantiye payı'nı (finansal sektörün finansal piyasalardan elde ettiği gelir ve diğer sektörlerin faiz gelirlerinin toplamının

Şekil 4
Finansal Sektör İstihdamının Toplam İstihdama Oranı (%)



Şekil 5
Finansal Sektörde Ödenen Ücret ve Maaşların Toplam Ücret ve Maaşlara Oranı (%)

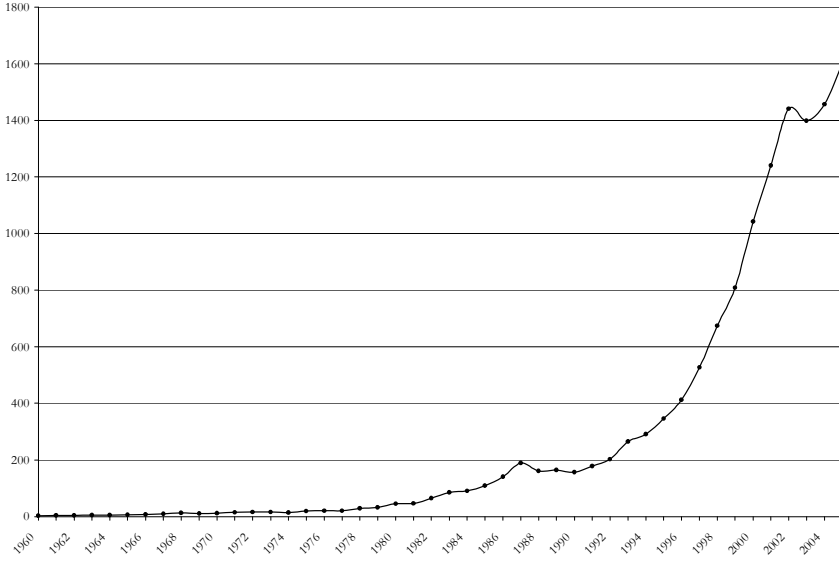


gayrisafi milli hasılaya oranını) hesaplayan Epstein ve Jayadev (2005), bu payın 1960'dan 1999'a iki katına çıktığını bulmaktadır.

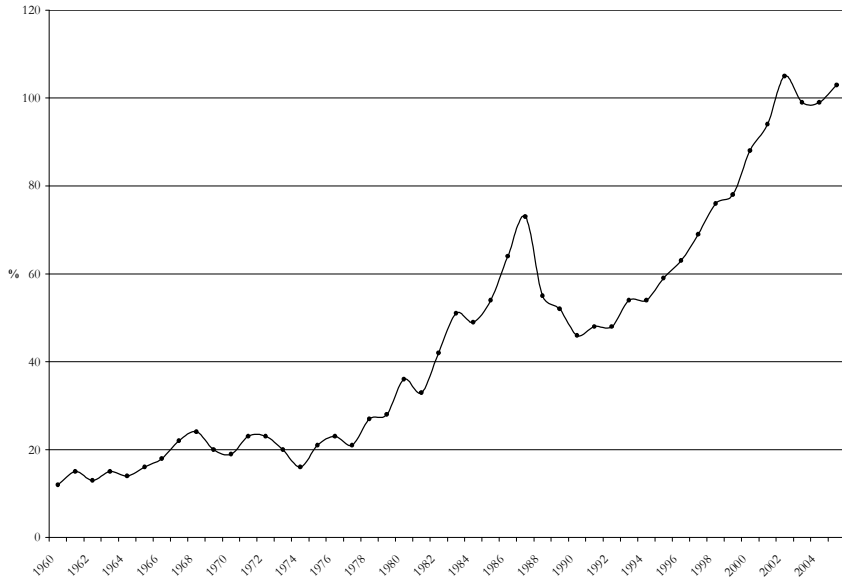
Finansallaşma döneminde, finansal piyasalardaki işlem hacmi de rekor seviyelere ulaşmıştır. Örneğin, New York Borsası'nda günlük ortalama işlem hacmi 1960'da 3 milyon hisse senediyken, 1980'de 45 milyona ulaşmıştır (Şekil 6). 1980'lerde 200 milyonu aşan işlem hacmi, 2000'lerde milyar seviyesine ulaşmıştır. Hisse senedi devir oranı da Şekil 7'de gösterildiği gibi 1960'lardan 2000'lere beş kat artmıştır. Benzer artışlar ABD hazine tahvili piyasalarında da görülmüştür. Grahl ve Lysandrou'ya (2006) göre bu piyasalardaki günlük ortalama işlem hacmi 1992'de 95.7 milyar dolara, 2004'te ise 497.9 milyar dolara erişmiştir. Bu piyasalardaki devir oranı ise 2000'de yüzde 6, 2004'te yüzde 12'ye varmıştır.

Şekil 6

New York Borsası'nda Günlük Ortalama İşlem Hacmi (milyon hisse)



Şekil 7
New York Borsası'nda Devir Oranı (%)



Buraya kadar sunulan veriler, 1952 sonrası ABD ekonomisinin, finansal piyasaların boyutları açısından iki döneme ayrılabilirliğini göstermektedir.² Devletin ekonomiye müdahalesinin yoğun olduğu, finansal faaliyetlerin sıkı bir biçimde düzenlendiği ve denetleme altına alındığı Keynesgil sermaye birikimi rejiminin hakim olduğu ilk dönemde, finansal sektörün payı ve kârlılığı düşük seviyelerde kalırken, 1980'lerden itibaren hem finansal faaliyetlerde, hem de sektörün milli gelirden aldığı pay ve kârlılık oranlarında ciddi artışlar gerçekleşmiştir. Finansallaşmanın ana parçasını oluşturan finansal piyasa ve işlemlerdeki bu artışın ABD ekonomisi açısından sonuçlarının anlaşılabilmesi için finansallaşma sürecinin arkasında yatan dinamiklerin tarihsel olarak incelenmesine ihtiyaç vardır. İzleyen bölümde bu inceleme sunulacaktır.

3. Büyük buhran öncesi finansal sektör

Günümüz ABD ekonomisinde yukarıda betimlenen finansallaşma sürecinin ortaya çıkması, bu finansal genişlemenin 19. yüzyıl sonu - 20. yüzyıl başındaki finansal genişleme ile benzerliğini

² 1952 yılının başlangıç noktası seçilmesinin nedeni, verilerin büyük kısmına kaynaklık eden *Federal Reserve Flow of Funds* veritabanının başlangıç yılının 1952 olmasıdır.

gündeme getirdi. Örneğin, Arrighi (1994, 2003 ve 2005), Arrighi ve Silver (1999) kapitalizmin uzun finansal çevrimlerden oluştuğunu ve bu çevrimlerin sonunda sistem yapısal bir krize girdiğinde finansal genişlemelerle karşılaşıldığını öne sürerler. Bu bölümde, ABD ekonomisinde 20. yüzyılın başlarındaki finansal yapı tartışılarak hem onu takip eden Keynesgil finansal düzenleme döneminin, hem de günümüz finansal genişleme döneminin tarihsel bir perspektifle algılanmasına katkıda bulunulacaktır.

19. yüzyıl sonu ABD ekonomisine bakıldığında, oldukça büyük ve güçlü bir finansal sektör ile birlikte ekonomide bir tekelleşme sürecinin yaşandığı görülür. Finansal sektördeki büyük bankalar, J. P. Morgan & Co. liderliğinde örgütlenmiş bulunan 'Para Tröstü'nü oluşturmuş ve finansal faaliyetlerin büyük bir çoğunluğunu kontrolleri altına almış bulunmaktaydılar (Chernow, 1990). Para Tröstü, bu dönemde ABD ekonomisinde sadece işletmeleri kontrol etmesi ile değil, aynı zamanda resmi bir merkez bankasının yokluğunda özel bir merkez bankası gibi davranmasıyla da etkin olmuştur. Örneğin, 1895'de altın standardının korunması için gerekli olan fonları bir araya getirmiş, 1907'deki finansal panik esnasında ise son borç verme kaynağı olarak önemli bir yer elde etmiştir (Markham, 2002). Bu grup, 112 büyük işletmeyi elinde tuttuğu 72 icra kurulu üyeliğiyle kontrol etmekteydi (Chernow, 1990). De Long'a (1991) göre, piyasalarda değeri 10 milyon doları geçen her türlü finansal işlem bu grup veya sayıca çok fazla olmayan diğer birkaç finansal gruptan geçmek zorundaydı. Tüm bu finansal grupların kontrol ettikleri sanayilerin toplam değeri bir yıllık GSYİH'nin birbuçuk katı kadardı.

Bu hakimiyetin arkasında, yatırım bankalarının 1880-90'lı yıllarda yaşanan sert rekabete karşı kartel ve tekelleri finansal olarak desteklemesi yatmaktadır (Heilbroner ve Singer, 1984: 208). Bunun sonucu olarak, 1904'te 78 sanayi dalında üretimin yarısından fazlası bir tekel veya kartel tarafından kontrol edilmekteydi. Chernow'a (1990) göre, bu tekelci yapıya ulaşılmasının arkasında Para Tröstü'nün bu sanayilerde aşırı rekabetin ortaya çıkardığı aşırı kapasite, düşük fiyatlar ve kârlılık gibi sorunları çözmek için doğrudan ve aktif olarak müdahale etmesi yatmaktadır. Yatırım bankaları, işletmelerin hisse senetlerini alarak, icra kurullarına yerleştirdikleri temsilcileri aracılığıyla, aşırı rekabete son vermeyi amaçlamışlardı. Bu durum, Hilferding'in ([1910] 1985) 'finans kapital' olarak tabir ettiği, 19. yüzyıl sonu Almanya'sında FOİ'lerin büyük Alman bankalarının kontrolü altına girmesi süreciyle benzerlik taşımaktadır. Bu süreçte de

büyük bankalar, işletmelerin hisse senetlerine sahip olmak suretiyle karar mekanizmalarında da aktif bir rol oynamışlardır.

FOİ'ler açısından finansal sektörün bu hakimiyetinin sonucu, birçok sanayi kolunda aşırı rekabetin sona erdirilmesi ve yüksek hızda sermaye birikim oranlarına ulaşılması olmuştur. Örneğin, 19. yüzyıl sonundaki en büyük sektörlerden birisi olan demiryolu işletmeleri arasında yaşanan rekabet, aynı hatlar üzerinde birden fazla demiryolu inşa edilmesi gibi gereksiz ve kâr etme olanağı olmayan yatırımlara yol açarken, Para Tröstü bu rekabetin sürmesi halinde hiçbir işletmeye kredi açmayacağını açıklayarak bu işletmeleri işbirliğine gitmeye zorlamış ve dolayısıyla kârlılıkları giderek düşen bu işletmeleri yeniden kârlı ve etkin bir hale getirmiştir (Chernow, 1990: 54). Benzer bir girişim, çelik sanayinde devreye sokulmuş ve US Steel Trust adı altında çeşitli çelik işletmeleri bir araya getirilmiştir (*ibid*, s. 83). 1902'de ise gemicilik sektöründeki aşırı rekabet yine finansal sektörün müdahalesi ile işbirliğine dönüştürülmüş ve sektörün kârlılığı ve büyümesi garanti altına alınmıştır. Tüm bu örneklerde, Para Tröstü liderliğindeki yatırım bankalarının müdahaleleri hayli önemli boyutlara ulaşırken, De Long (1991) Para Tröstü'nü merkezi yatırım planlama komitesine benzetmiştir. Finansal sektörün diğer sektörler üzerindeki hakimiyetinin istisnası bu dönemde Rockefeller'e ait olan Standard Oil işletmesi olmuştur. Bu işletme çok yüksek kârlılık oranları sayesinde finansal sektörden bağımsız kalabilmiş, hatta kendisi bir başka bankayı kontrol eder hale gelmiştir (Chernow, 1990).

Bu dönemde, Para Tröstü, bir yandan sanayi tekellerinin yaratılmasında doğrudan bir rol oynarken, bu tekellerin varlığı da Para Tröstü'nün pozisyonunu güçlendirmekteydi. Herhangi bir düzenleme ve denetime sahip olmayan bu finansal grup, yüksek kâr oranları elde etmekteydi. Örneğin, sadece çelik sanayiinde US Steel tekelinin yaratılması sürecinde yatırım bankalarının elde ettiği danışmanlık ücretleri, De Long'a (1991) göre, 1990 fiyatları ile 15 milyar doları bulmaktaydı. Kısacası, bu dönemde tekeli bir yapıya sahip olan finansal sektör, bu gücünü FOİ'lerin kendi aralarındaki aşırı rekabeti sınırlandırmak ve ana sanayi kollarını yeniden organize etmek için kullanmıştır. Chernow (1990) bu girişimleri, finansal sektör tarafından uygulanan bir 'ulusal sanayi politikası' olarak adlandırmaktadır. Ancak finansal sektörün bu rolü 1929'da başlayan krizle birlikte sona ermiştir.

4. Keynesgil düzenlemelerden finansallaşmaya

Kapitalizmin hızla geliştiği 19. yüzyıl sonu - 20. yüzyıl başı ABD'sinde finansal piyasa ve kurumların düzenlenmesi tamamıyla özel sektöre bırakılmıştı. Bunun bir sonucu olarak sistemin istikrarını sağlayacak bir mekanizma bulunmazken, finansal sistemin üst tabakalarının kendi çıkarları çerçevesinde düzenledikleri bir finansal yapı ortaya çıktı (Duménil ve Lévy, 2003: 8). 1913'te ABD Merkez Bankası *Federal Reserve* (FED)'in kurulmasına kadar, rezerv bankacılığı da New York'ta üstlenmiş olan büyük bankaların elindeydi. 1913'ten sonra ise spekülatif bankacılık işlemleri büyük bir sorun teşkil etmeye devam etti. FED, bu konuda yeterince önlem alamazken, spekülatif işlemlere karşı finansal piyasalarda herhangi bir düzenlemenin mevcut bulunmaması, 1929'daki büyük menkul kıymetler borsası çöküşüne katkıda bulundu (Dymski, 1991). 24 Ekim 1929'da, yatırımcılar, değeri giderek düşen hisse senetlerini elden çıkarmaya çalışırken New York Borsası'nda tek bir günde 20 milyon hisse senedi satıldı (Markham, 2002: 154). 10 bin kadar banka iflasa sürüklenirken, borsada yolsuzluklar yapıldığına dair söylentiler ortaya çıktı (Dymski, 1991).

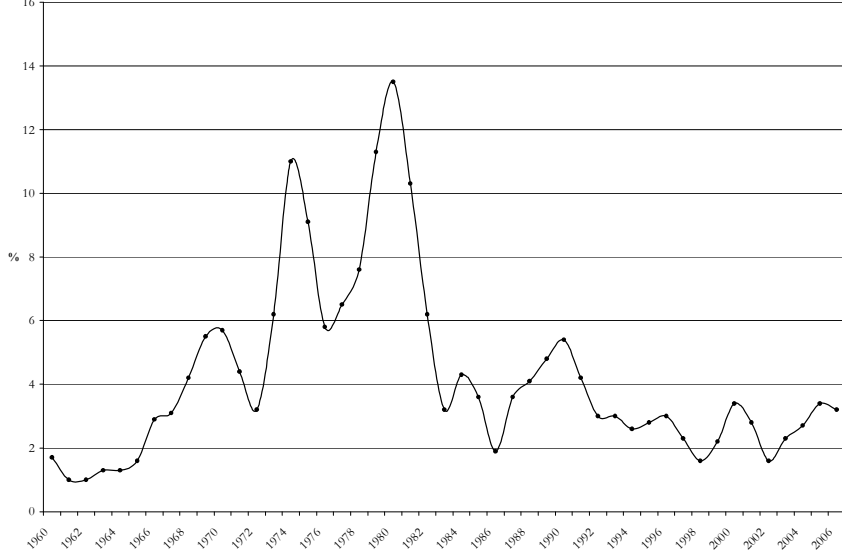
Bunu takip eden 1930'lu yıllar, başta ABD ekonomisi olmak üzere tüm dünyada Büyük Buhran'a tanıklık etti. ABD ekonomisi hızla küçülürken, işsizlik rekor düzeylere ulaştı. İktisadi büyümenin yeniden sağlanabilmesi için, özellikle 1940'lı yıllardan itibaren devreye sokulan Keynesgil politikaların önemli bir ayağını da finansal düzenlemeler oluşturdu. Büyük Buhran'ın önünü açan finansal krizde, finansal sektörün büyük rolü olduğu inancından ötürü bu sektöre karşı güvenin kaybolması, bu düzenlemelerin politik olarak destek bulmasına katkıda bulundu. Bu yeni düzenlemelerin iki amacı vardı: Finansal piyasaların istikrarını sağlamak ve Keynesgil politikaların ekonomik büyüme ve sermaye birikimi hedeflerini desteklemek. Finansal düzenlemeler, finansal piyasaların üretim ve yatırım sürecini desteklemesi ve finansal kurumların üretken işletmelere uygun koşullarda kredi sunması üzerine kurulmuştu. Isenberg'e (2000) göre bu dönemde devreye sokulan Keynesgil politikaların başarıyla uygulanabilmesi için, finansal piyasaları denetim altına alan düzenlemeler kaçınılmaz bir zorunluluktur. D'Arista (1994a), Dickens (1998), Epstein (1994) ve Goodhart (1989) gibi araştırmacılar da bu düzenlemeler sonucunda üretim sermayesinin desteklenmesinin sağlandığı konusunda görüş birliğindedirler. Finansal sektöre getirilen kısıtlamaların başında, bankacılık sektörünün yeni problemler yaşamaması için tasarruf hesaplarını korumakla yükümlü bir sigorta

kurumunun oluşturulması, bankacılık sektörü ile menkul kıymetler piyasalarının birbirinden yalıtılarak herhangi birinde oluşabilecek sorunların finansal sektörün diğer parçalarına yayılmasının engellenmesi, her tür finansal piyasa ve kurumun ayrı düzenlemelerle denetim altına alınması yer almaktaydı. Faiz oranları üzerine sınır konulması ve bankaların spekülâtif finansal işlemlere girişmesini engellemek amacıyla ticari bankalara hisse senedi piyasasına yatırım yasağı getirilmesi de üretken sermaye birikimini destekleyecek önlemler olarak devreye sokuldu.

Böylelikle finansal sektör, Keynesgil sermaye birikimi politikalarının hizmetine sokulmuştu. Ne var ki 1970'lerle birlikte bu sermaye birikimi modeli çeşitli problemlerle karşılaşmaya başladı. Kârlılık oranları düşmeye, petrol şoklarının da etkisiyle enflasyon oranları artmaya ve uluslararası düzeyde sabit kur rejimleri çökmeye başladı. Bu dönemde ortaya çıkan çeşitli ekonomik sorun ve dönüşümler, finansallaşma sürecinin de önünü açtı.

Bu sorunlardan ilki 1970'lerle birlikte enflasyon oranlarının artışa geçmesiydi (Şekil 8). Keynesgil finansal düzenlemelerin ayakta kalabilmesinin en önemli koşulu enflasyon oranlarının düşük seviyelerde kalmasıydı. Kısa vadeli mevduat hesaplarını bir araya getirerek FOİ'lere uzun vadeli düşük faizli kredi sağlayan bankacılık sektörü için enflasyon varlıklarını azaltıcı ancak yükümlülüklerini çoğaltıcı bir işlev görecekti. Dolayısıyla, 1970'lerde enflasyon oranlarının artması bankacılık sektörünü zor duruma soktu (D'Arista, 1994b: 93-5). Bu artış reel faiz oranlarını düşürürken özellikle 1973 sonrasında bankaların kârlılıklarını azalttı (bkz. Şekil 3). Bankaların kârlılık oranlarındaki bu düşüş, onları bir yandan finansal yeniliklerle bu sorunu aşmaya, diğer yandan ise finansal düzenlemelerin getirdiği kısıtlamaların ortadan kaldırılması için politik baskı uygulamaya sevk etti. Enflasyonun olumsuz etkileri, FOİ'lerin bankalar üzerinden değil de borçlanma senetleri aracılığıyla doğrudan piyasalardan borçlanmaya yönelmesi ile daha da arttı. Özellikle 1960'ların sonundan itibaren, işletmelerin kısa dönemli borçlanabileceği borç senedi piyasalarının gelişmesi, FOİ'lerin bankalara bağımlılığını bir ölçüde azaltarak onların doğrudan finansal piyasalara ulaşmasını sağladı (Isenberg, 2000: 253). Bunun sonucu olarak, bankacılık sektörü bir yandan düşen kâr oranları diğer yandan da faaliyet alanlarının önemli bir kısmının ortadan kalkması sorunlarıyla karşı karşıya kaldı.

Şekil 8
Enflasyon Oranı (tüketici fiyatları endeksindeki artış, %)



Bankacılık sektörü, bu gelişmelere bir dizi finansal yenilikle karşılık verdi. Örneğin, finansal düzenlemelerdeki boşluklardan yararlanılarak ‘mevduat sertifikası’ adıyla faiz sınırlamalarına tabi olmayan yeni hesaplar yaratılması bu finansal yeniliklerden birisiydi (Coleman, 1996: 149). Bunu takip eden çeşitli finansal yeniliklerle, Keynesgil dönemin finansal düzenlemeleri de etkisiz bırakılmaya başlandı (Coleman, 1996). 1980 sonrasında bu finansal yenilikler, iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmelerin de katkısıyla neredeyse sınırsız sayıda yeni finansal ürün ve yatırım biçimlerine yol açacak ve finansal faaliyetlerin denetlenmesini neredeyse olanaksız hale getirecekti.

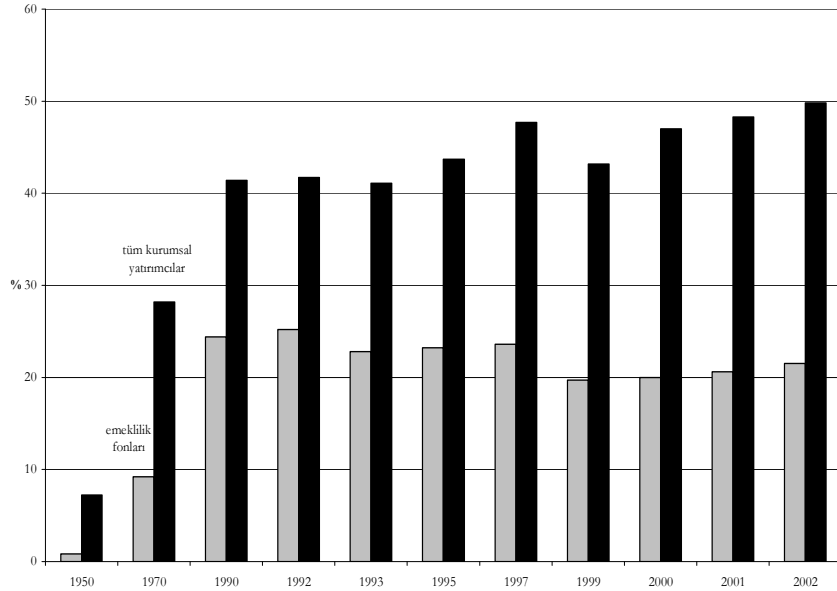
Tüm bunlara ek olarak, 1970’lerdeki petrol fiyatı artışları, petrol üreten ülkelerin elinde büyük miktarlarda ABD doları birikmesine yol açtı. Bu ülkeler, ellerinde biriken ‘petro-dolar’ları genellikle ABD ve Avrupa bankalarında değerlendirmeye yönelince bankacılık sektörü bir anda kendisini çok büyük miktarda fonlara hükmeder buldu. Bu fonların kârlı olarak değerlendirilebilmesi için, özellikle gelişmekte olan ülkelere kredi açmaya başlayan bankalar, uluslararası finansal kısıtlamaların kaldırılması yönünde yeni bir baskı kaynağı oluşturdular (Gowan, 1999: 20). Örneğin, 1982’de ABD’deki 9 büyük bankanın gelişmekte olan ülkelere açtıkları kredi miktarı toplam banka

sermayelerinin yüzde 288'ine, 1987'ye gelindiğinde en borçlu 15 ülkenin bu bankalara borcu toplam 410 milyar dolara, ya da GSYİH'lerinin yüzde 47.5'ine ulaşmıştı (Russell, 2005: 210). Bu gelişmeler, sadece ABD'de değil tüm dünya ekonomilerinde finansal serbestleştirmeyi destekleyen bir finansal gücün ortaya çıktığını yansıtmaktadır.

Finansal serbestleşmeyi destekleyen grup sadece finansal sektör katılımcıları değildi. ABD işletmelerinin faaliyetlerinin giderek uluslararasılaşması, onların finansal ihtiyaçlarını da değiştirmekteydi. Birden fazla ülkede faaliyet gösteren bu işletmeler, ihtiyaç duydukları finansal hizmetlerin bu ülkelerde de sağlanabilmesi amacıyla bankacılık sektörünün uluslararası faaliyetleri üzerindeki kısıtlamaların yumuşatılmasını talep etmeye başladılar (Isenberg, 2000: 261). FOİ'lerin yatırımları tüm dünyaya yayıldıkça, bu işletmelerin daha çeşitli ve sınırsız finansal hizmet ve ürünlere ihtiyacı da arttı. Dolayısıyla uluslararası finansal faaliyetler üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması için ABD'nin en büyük FOİ'lerinin de aralarında bulunduğu bir baskı grubu oluştu.

Şekil 9

Kurumsal Yatırımcıların Sahip Oldukları Hisselerin Toplam Hisselere Oranı (%)



ABD ekonomisinde finansal alanda yaşanan bu önemli gelişmelerden sonuncusu, kurumsal yatırımcıların finansal sektör içerisindeki paylarının giderek büyümesidir (Şekil 9). 1970'den 2000'li yıllara kurumsal yatırımcıların hisse senedi piyasalarındaki toplam varlıkları yüzde yüze yakın oranda arttı. Bu yatırımcılar arasında emeklilik fonları, sigorta işletmeleri ve aralarında yüksek riskli yatırım fonlarının da bulunduğu çeşitli yatırım fonları yer alıyordu. (Downes vd. 1999: 1). Kurumsal yatırımcıların hisse senedi piyasalarında giderek daha büyük bir role kavuşması, bu piyasaların yapılanmasında da aşağıda tartışacağımız gibi büyük yenilikler getirdi. Holmstrom ve Kaplan (2001) bu yatırımcıların sermaye piyasalarının büyümesine ve işletme devralma hareketinin başlamasına katkı sunduğunu vurgularken, Donaldson (1994) da kurumsal yatırımcıların hisse senetleri yoluyla işletmelerde giderek artan oranlarda pay sahibi olarak, FOİ'lerin yönetim ve stratejilerinde de söz sahibi olmaya başlamalarının işletme stratejileri açısından da büyük değişiklikler getirdiği tespitlerinde bulunmaktadır. Bu değişiklikleri aşağıda inceleyeceğiz.

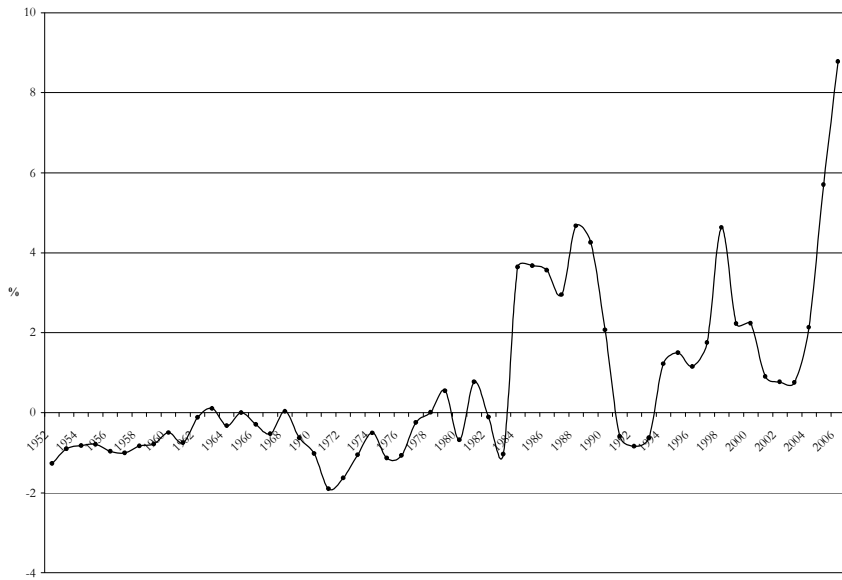
5. Finansal olmayan işletmeler ve finansal sektör

Finansallaşma döneminde, FOİ'lerle finansal piyasalar arasındaki ilişki iki temel biçimde değişmiştir. Bu değişimlerden ilki, FOİ'ler tarafından finansal piyasalara yapılan temettü ödemeleri, hisse geri alımları ve faiz ödemelerinde görülmektedir. Şekil 10 temettü ödemelerindeki artışı göstermektedir. Temettü ödemelerinin FOİ brüt katma değerine oranı, özellikle 1980'lerin ortalarından itibaren artışa geçmiştir. Şekil 11 ise borsadan halka arz yoluyla elde edilen kaynakların toplamını göstermektedir. Bu şeklin açığa çıkardığı olgu şudur ki bir bütün olarak işletmeler, 1980 sonrasında borsayı yeni kaynak yaratmak amacıyla değil, kendi hisselerini geri satın alarak hissedarlara kaynak aktarmak amacıyla kullanmaya başlamışlardır. Borsanın yeni kaynak elde etmek üzere kullanıldığı 1952-1980 döneminde dahi bu katkı, şekilde de görüldüğü gibi, sınırlı ölçüde kalmıştır. Borsadan elde edilen kaynakların FOİ brüt katma değerine oranı yüzde 2'yi geçmemiştir. Ne var ki 1980 sonrasında borsayla FOİ'ler arasındaki ilişki tamamıyla tersine dönmüş, FOİ'ler birkaç yıl haricinde borsaya net kaynak aktarmışlardır. Temettü ödemeleri ve hisse geri alımlarına, işletmelerin faiz ödemelerini de ekleyerek hesaplanan toplam finansal ödemelerin toplam FOİ gelirine oranına bakıldığında da FOİ'lerin toplam finansal ödemelerinin önceki döneme kıyasla ciddi bir artışa girdiği görülmektedir.

Şekil 10
FOİ Temettü Ödemelerinin FOİ Brüt Katma Değerine Oranı (%)



Şekil 11
FOİ Hisse Geri Alımlarının FOİ Brüt Katma Değerine Oranı (%)



FOİ'lerin gelirlerinin giderek artan bir bölümünü finansal piyasalara aktarmasının arkasında, iktisat literatüründe 'işletme yönetimi değişimleri' olarak adlandırılan, FOİ'lerin yönetimlerinde meydana gelen dönüşüm yatmaktadır. Lazonick ve O'Sullivan (2000) bu dönüşümü 'elinde tut ve yatır' stratejisinden 'küçül ve dağıt' stratejisine geçiş olarak tasvir etmektedir: Keynesgil dönemde işletmeler gelirlerinin büyük bir kısmını tasarruf edip üretken sermaye yatırımlarına yönlendirmekte, finansal piyasalar da bu yatırımları gerektiğinde düşük maliyetli kredi ve finansal hizmetler sunarak desteklemekteydiler. Bu dönemde, şirket hissedarları da uzun vadeli yatırımcılardan oluşmaktaydı. 1980 sonrası dönemde ise artık büyük bir kısmı kurumsal yatırımcılardan oluşan hissedarların baskısıyla, bu işletmeler, gelirlerinin büyük bir kısmını temettü ve kendi hisselerini piyasalardan geri satın alma yöntemleriyle hissedarlara aktarmaya başladılar.

Finansal iktisat literatüründe bu yönelim, işletmelerin hissedarların çıkarları için yönetilmesi anlamında 'hissedar değeri' yaratmak olarak tanımlanmıştır. Bu anlayışa göre, işletme yöneticilerinin esas görevi, işletmeyi hissedarların çıkarları için yönetmektir (Jensen ve Meckling, 1976; Ross, 1977; Grossman ve Hart, 1982; Townsend, 1979 ve Gale ve Hellwig, 1985). Fakat, işletme yöneticilerinin çıkarları ile hissedarların çıkarları her zaman örtüşmeyebilir. Bu durumda, işletme yöneticilerinin hissedarların çıkarlarına aykırı kararlar aldıklarında cezalandırılmaları ve/veya yöneticilerin çıkarlarının da hissedarların çıkarları ile ortaklaştırılması gerekmektedir (Froud vd. 2002; Shleifer ve Vishny, 1997; Allen ve Gale, 2000; Gillan, 2006). Bu çalışmalarda bahsedilen ceza yöntemi, işletme ele geçirme hareketleriyle ortaya çıktı. 1980'lerde ABD'de hisse senedi piyasaları, çok büyük çaplı bir işletme 'ele geçirme/devralma' hareketine sahne oldu. Yüksek oranlarda borçlanan yatırımcılar, borsada hisse senetlerinin çoğunluğunu ele geçirdikleri işletmeleri yeniden yapılandırarak veya parça parça satışa sunmak suretiyle yüksek kârlar elde etmeye başladılar. Bu dönemde ABD'deki işletmelerin yarıya yakını bu türden bir girişime maruz kaldılar (Holmstrom ve Kaplan 2001: 1). Bu tip girişimlere karşı işletmelerini (ve dolayısıyla kendi konumlarını) güvence altına almak isteyen işletme yönetimleri özel temettü ödemeleri ve hisse geri alımları yoluyla hisse senetlerinin değerlerini yükselterek potansiyel alıcıları caydırmayı amaçladı. Her ne kadar 1987 sonrasında işletme devralma faaliyetleri yavaşladıysa da, bu işletme ele geçirme hareketi işletme yöneticilerinin önceliklerini değiştirmeye yetmişti (Gillan, 2006;

Lowenstein, 2004). Yatırımcıların kârlılık kriterlerini tutturamayan işletmeler hisse senedi fiyatlarının düşmesi ve bunun sonucu olarak da bir devralma girişimine maruz kalmamak amacıyla temettü ödemelerinin arttırılması ve piyasadan kendi hisse senetlerinin satın alınarak fiyatların arttırılmaya çalışılmasına 1990'lar ve 2000'lerde de devam etti.

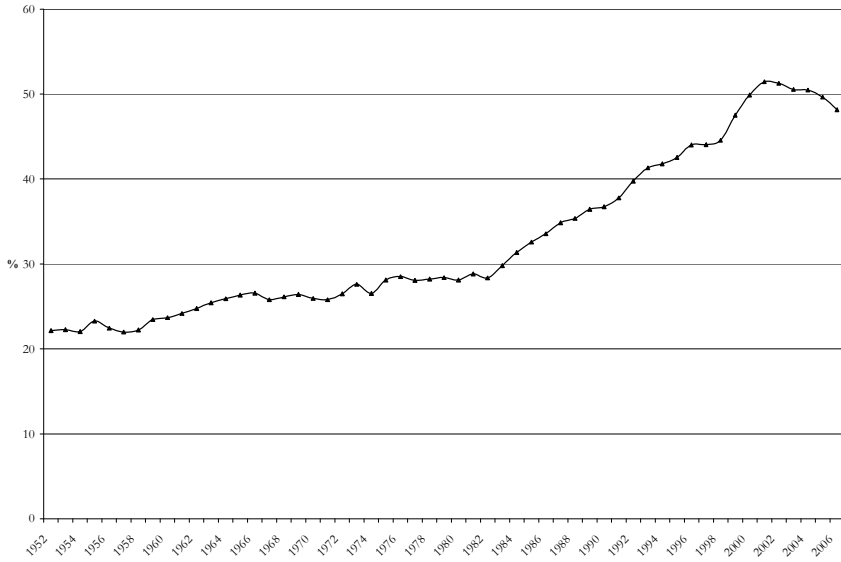
Hisse senedi piyasalarındaki ele geçirme tehdidinin yanı sıra, bu işletmelerin üst düzey yöneticilerinin çıkarları da hisse opsiyonları aracılığıyla yatırımcıların çıkarlarıyla ortaklaştırıldı. Hisse senedi opsiyonları bu yöneticilere önceden belirlenmiş bir fiyattan belli bir miktar işletme hissesini satın alma hakkı vermektedir. Dolayısıyla işletmenin hisse fiyatını, bu belirlenen fiyatın üzerine çıkarmayı başaran yöneticiler aynı zamanda kendi gelirlerini de arttırmış olacaklardı (Lazonick ve O'Sullivan, 2000). Böylece işletme yöneticileri için potansiyel bir işletme ele geçirme girişimi tehdit, hisse opsiyonu ise teşvik görevi görerek işletmelerin yönetim anlayışlarının hisse senedi fiyatlarının arttırılmasına odaklanması yönünde değişimini sağladılar. Kısacası, Keynesgil dönemin uzun vadeli yatırıma odaklanan işletme anlayışı, yerini kısa vadede hisse senetlerinin değerini azami seviyeye getirmeye odaklanmış bir işletme anlayışına bıraktı.

Buraya kadarki tartışma, finansal sermayenin FOİ'ler üzerinde 20. yüzyılın başındakini hatırlatır bir hakimiyet kurduğu izlenimi verse de çok önemli bir fark, üretim sermayesinin de finansal sermayeyle finansal faaliyetleri aracılığıyla bütünleşmesidir. Böylelikle, finansallaşma döneminde FOİ'ler ile finansal piyasalar arasındaki ilişkide meydana gelen ikinci temel değişikliği görebiliriz: Bir yandan hissedarların dayattığı yüksek kârlılık kriterleri, diğer yandan da finansal faaliyetlerin kârlılıklarının giderek artması, FOİ'leri ana faaliyet alanları dışında finansal faaliyetlere de girmeye teşvik etti. Şekil 12, FOİ'lerin finansal varlıklarının toplam varlıklarına oranını göstermektedir. Finansallaşma döneminde bu oran yüzde 50'ye ulaşırken, reel varlıklarla eşit bir düzeye gelmiştir. FOİ'lerin finansal yatırımlarındaki artış, doğaldır ki finansal gelirlerinde de ciddi bir yükselmeye yol açmıştır. Şekil 13'te de gösterildiği gibi, finansal gelirlerin FOİ brüt katma değerine oranı, 1980'lerin başından itibaren yükselişe geçmiş ve her ne kadar finansal piyasalardaki oynaklığa bağlı olarak iniş ve çıkışlar göstermiş olsa da, genelde yüksek seviyelerde seyretmiştir.

Bu noktada, özellikle 1990'lardan başlayarak giderek çeşitlenen ve karmaşıklaşan finansal varlıkların FOİ'ler üzerindeki etkisine de

dikkat çekmek gerekiyor. Her ne kadar varolan veritabanlarında FOİ'lerin giderek artan finansal yatırımlarının hangi finansal varlıklar üzerinden gerçekleştiğinin yeterince detaylı verileri mevcut olmasa da, bu varlıkların önemli bir kısmının bu karmaşık finansal yatırım araçları üzerinden gerçekleştiği özellikle finansal yayınlarda belirtilmektedir. Örneğin, ABD'nin önde gelen işletmelerinden Sears, 2006'da elde ettiği net gelirin yarısından fazlasını hisse senetleri piyasasına bağlı egzotik türevler olarak adlandırılan finansal yatırımlardan elde etmiştir. Bu finansal varlıklar, yüksek getiri oranlarına sahip olmakla birlikte aynı zamanda yüksek risk de taşımaktadırlar (Covert ve McWilliams, 2006).³

Şekil 12
FOİ Finansal Varlıklarının Toplam Varlıklara Oranı (%)



Kısacası, finansallaşmanın FOİ'ler açısından iki önemli sonucu olmuştur. Birincisi, bu işletmelerin hisse senetlerinin giderek artan bir kısmını kontrolleri altına alan kurumsal yatırımcılar, pasif kalmaktan ziyade işletme yönetim ve stratejilerinin belirlenmesinde doğrudan bir rol oynamaya yönelmiş, yalnızca işletme stratejilerini değiştirmekle kalmamış, aynı zamanda da işletmelerin gelirlerinin giderek artan bir miktarının kendilerine kâr payı olarak dağıtılmasını sağlamışlardır. İkincisi, finansal faaliyetlerin kârlılığının giderek artması karşısında

³ Finansallaşmanın FOİ'lerin finansal kırılganlığını arttırıcı etkilerini tartışan bir çalışma için bkz. Orhangazi (2007).

Şekil 13
FOİ Temettü ve Faiz Gelirlerinin FOİ Brüt Katma Değerine Oranı (%)



FOİ'ler de giderek artan oranlarda finansal yatırımlara yönelmiş, ana faaliyetlerine ek olarak finansal faaliyetlerden de büyük kârlar elde etmeye başlamışlardır. FOİ'lerin artan finansal ödemeleri ve giderek daha fazla finansallaşmalarının reel sermaye yatırımları üzerinde ciddi etkileri olabileceği Stockhammer (2004) ve Crotty (2005) gibi yazarlar tarafından öne sürüldü. Bu etkiler iki biçimde ortaya çıkabilir. Birincisi, artan finansal yatırımlar, reel yatırımlar için işletmelerin elindeki fonların azalmasına neden olarak reel sermaye birikimini yavaşlatıcı bir etki gösterebilir. Finansal piyasalarda yüksek getiri oranları da işletmeleri, fonlarını reel yatırımlar yerine finansal yatırımlara yöneltmeye sevk ederek reel sermaye birikimine olumsuz bir etkide bulunabilir. Buna ek olarak, FOİ'lerin üzerindeki hissedar değerini azamileştirme baskısı, işletmelerin kısa vadede gelir getiren finansal yatırımları, uzun vadede gelir getirecek reel yatırımlara tercih etmesine yol açabilir. İkincisi, temettü ödemeleri ve hisse geri alımları işletmelerin elinde yatırım için kalan fonları azaltır. FOİ yöneticileri, hem başta kurumsal yatırımcılar olmak üzere hissedarlarını tatmin edebilmek, hem de hisse opsiyonları sayesinde kendileri kazanç sağlayabilmek için kısa vadede yatırıma daha az fon ayırarak gelirlerin bir büyük bir kısmını hisse senedi fiyatlarını arttıracak biçimde özel temettü ödemeleri ve hisse geri alımlarına yönlendirebilir. Her ne kadar azalan fonlar, piyasalardan borçlanarak

yeniden elde edilebilecek olsa da bu fonların maliyeti dağıtılmayan kârların maliyetinden daha fazla olacağından yatırımlar üzerindeki olumsuz etkiyi ortadan kaldırmaya yetmeyebilir.⁴

6. Sonuç yerine

Buraya kadar ABD ekonomisindeki finansallaşma süreci uzun bir tarihsel perspektiften incelendi. Buna göre, ABD ekonomisinde finansal sektör ile FOİ'ler arasındaki ilişki açısından üç dönem bulunduğu görülmektedir. 19. yüzyıl sonu 20. yüzyıl başında ekonomide geniş bir yer kaplayan finansal sektör, FOİ'ler üzerinde kurduğu hakimiyet ile bu işletmelerin birbirleriyle işbirliğine gitmeleri yoluyla sermaye yatırımlarını ve kârlılıklarını arttırmasını sağlamış, kendisi de bu kâr artışlarından yüksek miktarda pay almıştır. Ne var ki bu dönemde finansal sektör üzerinde, özellikle de spekülasyon faaliyetleri üzerinde herhangi bir denetim veya düzenleme olmaması, 1929'da büyük bir finansal krize ve takip eden dönemde ise Büyük Buhran'a giden yolu açtığı öne sürülmüştür. Dolayısıyla Büyük Buhran'dan çıkış için devreye sokulan Keynesgil politikaların ana ayaklarından birisini de finansal sektöre getiren kısıtlama ve düzenlemeler oluşturmuştur. Bunların sonucu olarak finansal sektör, ucuz kredi ve hizmetlerle FOİ'lerin sermaye birikimini destekler bir konuma getirilmiştir. 1970'lere gelindiğinde ortaya çıkan sorunlar ise 1980 sonrası dönemde ABD ekonomisinin finansallaşmasına yol açmıştır. Finansallaşma, FOİ'lerin finansal sektör ile olan ilişkilerini bir kez daha değiştirmiştir. FOİ'ler bir yandan gelirlerinin giderek artan bir bölümünü finansal sektöre aktarmaya başlarken, diğer yandan da kendileri de ana faaliyet alanlarına ek olarak finansal faaliyetlere ağırlık vermişlerdir. Bu iki gelişmenin, FOİ'lerin reel yatırımları üzerine iki sınırlama getirdiği öne sürülmüştür. Bir yandan artan finansal faaliyetlere ayrılan pay, reel yatırımları olumsuz yönde etkilerken diğer yandan işletmelerin gelirlerinin büyük bir kısmını finansal piyasalara aktarması, reel yatırımlar için gereken fonlarının azalmasına ve kısa dönemde kâr getirmeyecek projelerin değerlendirilmemesine yol açmıştır. Dolayısıyla Keynesgil sermaye birikim rejiminde işletmelerin yatırım projelerinde ihtiyaç duydukları finansal hizmetleri sağlayan bir finansal sektör, yerini işletmelere kendi kârlılık kriterlerini dayatarak işletme yönetimlerini dönüştüren bir finansal sektöre bırakmıştır. Keynesgil düzenlemelerden

⁴ Bu etkileri detaylı bir biçimde tartışan ve ekonometrik testlere tabi tutan bir çalışma için bkz. Orhangazi (2008).

günümüzdeki finansallaŐmıŐ ekonomik yapıya evrilen bu dönüşümün özellikle FOİ'ler bağlamındaki neden ve sonuçlarını Şekil 14 üzerinden takip etmek mümkündür.

Şekil 14
Finansallaşma süreci

Kaynaklar

- AGLIETTA, M. (2000), "Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions", *Economy and Society*, 29 (1), 146-59.
- AGLIETTA, M. ve BRETON, R. (2001), "Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation", *Economy and Society*, 30 (4), 433-66.
- ALLEN, F. ve GALE, D. (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- AMIN, S. (1996), "The Challenge of Globalization", *Review of International Political Economy*, 3 (2), 216-59.
- (2003), *Obsolescent Capitalism*, New York: Zed Books.
- ARRIGHI, G. (1994), *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, Londra: Verso.
- (2003), "The Social and Political Economy of Global Turbulence", *New Left Review*, 20, 5-71.
- (2005), "Hegemony Unravelling-2", *New Left Review*, 33, 83-116.
- ARRIGHI, G. ve SILVER, B. (1999), *Chaos and Governance in the Modern World System*, Minneapolis: University of Minnesota Press.
- BIVENS, J. ve WELLER, C. (2004), "Institutional Shareholder Concentration, Corporate Governance Changes and Diverging Fortunes of Capital and Labor", mimeo.
- BOYER, R. (2000), "Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis", *Economy and Society*, 29 (1), 111-45.
- CHERNOW, R. (1990), *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, New York: Atlantic Monthly Press.
- COLEMAN, W. (1996), *Financial Services, Globalization and Domestic Policy Change: A Comparison of North America and the European Union*, Houndmills: MacMillan.
- COVERT, J. ve MCWILLIAMS, G. (2006), "At Sears, Investing -not Retail- Drive Profit", *Wall Street Journal*, 17 Kasım, s. C1.
- CROTTY, J. (2005), "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Non-financial Corporation Performance in the Neoliberal Era", G. Epstein (der.), *Financialization and the World Economy* içinde, Northampton, US: Edward Elgar.
- D'ARISTA, J. (1994a), *The Evolution of US Finance C.1*. Armonk, NY: ME Sharpe.
- (1994b), *The Evolution of US Finance C.2*. Armonk, NY: ME Sharpe.
- DE LONG, J. B. (1991), "Did J. P. Morgan's Men Add Value? An Economist's Perspective on Financial Capitalism", P. Temin (der.), *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information* içinde, Chicago: University of Chicago Press.
- DICKENS, E. (1998), "Bank Influence and the Failure of US Monetary Policy During the 1953-54 Recession", *International Review of Applied Economics*, 28 (3), 115-25.
- DONALDSON, G. (1994), *Corporate Restructuring*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- DOWNES, G. R. Jr., HOUMINER, E. and HUBBARD, R. G. (1999), *Institutional Investors and Corporate Behavior*, Washington, DC: The AEI Press.

- DUMÉNIL, G. ve LÉVY, D. (2003), "Periodizing Capitalism: Technology, Institutions, and Relations of Production", www.jourdan.ens.fr/levy
- (2004), "Neoliberal Income Trends: Wealth, Class and Ownership in the USA", *New Left Review*, 30, 105-33.
- (2005), "Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis", G. Epstein (der.), *Financialization and the World Economy* içinde, Northampton, US: Edward Elgar.
- DYMSKI, G. (1991), "From Schumpeterian Credit Flows to Minskian Fragility: The Transformation of the US Banking System, 1927-1990", Department of Economics, University of Southern California.
- EPSTEIN, G. (1994), "A Political Economy Model of Comparative Central Banking", G. Dymski ve R. Pollin (der.), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics* içinde, Ann Arbor, MI: University of Michigan Press.
- EPSTEIN, G. (2005), *Financialization and the World Economy*, Northampton, US: Edward Elgar.
- EPSTEIN, G. ve JAYADEV, A. (2005), "The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity", G. Epstein (der.), *Financialization and the World Economy* içinde, Northampton, US: Edward Elgar.
- FARRELL, D., LUND, S. ve MAASRY, A. (2007), *Mapping the Global Capital Market Third Annual Report*, McKinsey Global Institute.
- FENG, H., FROUD, J., JOHAL, S., HASLAM C. ve WILLIAMS, K. (2001), "A New Business Model? The Capital Market and the New Economy", *Economy and Society*, 30(4), 467-503.
- FROUD, J., HASLAM, C., JOHAL, S. ve WILLIAMS, K. (2000), "Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves", *Economy and Society*, 29 (1), 80-110.
- FROUD, J., JOHAL, S. ve WILLIAMS, K. (2002), "New Agendas for Auto Research: Financialization, Motoring, and Present Day Capitalism", *Competition and Change*, 6 (1), 1-11.
- GALE, D. ve HELLWIG, M. (1985), "Incentive Compatible Debt Contract: The One Period Problem", *Review of Economic Studies*, 3, 647-64.
- GILLAN, S. (2006), "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview", *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- GLEN, J., LEE, K. ve SINGH, A. (2000), "Competition, Corporate Governance and Financing of Corporate Growth in Emerging Markets", Cambridge Discussion Paper in Accounting and Finance No. AF46, Department of Applied Economics, University of Cambridge.
- GOODHART, C. A. E. (1989), *Money, Information and Uncertainty*, Cambridge, MA: MIT Press.
- GOWAN, P. (1999), *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance*, New York: Verso.
- GRAHL, H. ve LYSANDROU, P. (2006), "Capital Market Trading Volume: An Overview and Some Preliminary Conclusions", *Cambridge Journal of Economics*, 30, 955-79.
- GROSSMAN, S. ve HART, O. (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives", J. Mc Call (der.), *The Economics of Information and Uncertainty* içinde, Chicago, IL: University of Chicago Press.

- HARVEY, D. (2003), *New Imperialism*, Oxford: Oxford University Press.
- HEILBRONER, R. ve SINGER, A. (1984), *The Economic Transformation of America: 1600 to the Present*, San Diego: Harcourt Brace Jovanovich.
- HENWOOD, D. (1997), *Wall Street: How it Works and for Whom*, New York: Verso.
- (2003), *After the New Economy: The Binge and the Hangover that Won't Go away*, New York: The New Press.
- HILFERDING, R. (1910), *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (yeniden basım: 1985), Boston: Routledge & Kegan Paul.
- HOLMSTROM, B. ve KAPLAN, S. N. (2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the US: Making Sense of the 1980s and 1990s", NBER Working Paper 8220.
- ISENBERG, D. (2000), "The Political Economy of Financial Reform: The Origins of the US Deregulation of 1980 and 1982", R. Pollin (der.), *Capitalism, Socialism, and Radical Political Economy* içinde, Northampton, US: Edward Elgar.
- JENSEN, M. ve MECKLING, W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 11-25
- JÜRGENS, U., NAUMANN, K. ve RUPP, J. (2000), "Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case", *Economy and Society*, 29 (1), 54-79.
- KRIPPNER, G. (2005), "The Financialization of the American Economy", *Socio-Economic Review*, 3 (2), 173-208.
- LAZONICK, W. ve O'SULLIVAN, M. (2000), "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance", *Economy and Society*, 29 (1), 13-35.
- LOWENSTEIN, R. (2004), *Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing*, New York: Penguin Books.
- MARKHAM, J. W. (2002), *A Financial History of the United States, Volume II*, New York: M.E. Sharpe.
- MAYER, C. (1988), "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review*, 32, 1167-89.
- MORIN, F. (2000), "A Transformation in the French Model of Shareholding and Management", *Economy and Society*, 29 (1), 36-53.
- NDIKUMANA, L. (2005), "Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment: International Evidence", *Journal of International Money and Finance*, 24, 651-73.
- ORHANGAZI, O. (2007), "Financialization and Macroeconomic Fragility", *Rebellious Macroeconomics: Marx, Keynes & Crotty - A Conference in Honor of Jim Crotty's Contributions to Political Economy*'ye sunulan bildiri, 19-20 Ekim, University of Massachusetts, Amherst.
- (2008), "Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973-2004", *Cambridge Journal of Economics*, Advance Access April 9, 2008, doi:10.1093/cje/ben009.
- ROSS, S. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, 3, 458-82.
- RUSSELL, E. (2005), *The Contradictory Imperatives of New Deal Banking Reforms*, yayınlanmamış doktora tezi, University of Massachusetts, Amherst.
- SCHABERG, M. (1999), *Globalization and the Erosion of National Financial Systems*, Northampton, US: Edward Elgar.

- SCHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 737-83.
- SINGH, A. (2003), “Competition, Corporate Governance and Selection in Emerging Markets”, *Economic Journal*, 113 (491), F443-F464.
- SOEDERBERG, S. (2003), “The Promotion of ‘Anglo-American’ Corporate Governance in the South: Who Benefits from the New International Standard?” *Third World Quarterly*, 24 (1), 7-27.
- STOCKHAMMER, E. (2004), “Financialization and the Slowdown of Accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, 28, 719-41.
- SWEETZ, P. (1997), “More (or Less) on Globalization”, *Monthly Review*, 49 (4), 3-4.
- TOWNSEND, R. (1979), “Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification”, *Journal of Economic Theory*, 21, 265-93.

Abstract

From Keynesian financial regulations to financialization: A historical view to literature and the financialization of the US economy

In the last twenty-twenty five years, the size and significance of financial markets, relations, institutions and operations have enormously increased in all economies, especially in the US economy. Consequently, the current stage of capitalism is now defined by the concept of ‘financialization,’ which found its place next to the commonly used concepts of globalization and neoliberalism. This article analyzes the causes and consequences of the transition from the regulated financial system of the Keynesian accumulation era to the financialization process of today in the context of the US economy. It presents a historical perspective on the evolution of financialization and its proximate causes and implications for the nonfinancial corporations, while analyzing the empirical trends in the US economy.

Key words: Financialization, financial markets, non-financial corporations, finance capital.

JEL classification: G0, G1, G3, D53, N2.