



GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE FİNANSALLAŞMA: TÜRKİYE’DE GYO ÖRNEĞİ^{1 2}

FINANCIALIZATION ON EMERGING ECONOMIES: CASE OF TURKISH REIT

Kurtar TANYILMAZ *, *Altan ALAYBEYOĞLU* **

*Araştırma Makalesi / Geliş Tarihi: 15.03.2021
Kabul Tarihi: 30.06.2021*

Öz

Sadece gelişmiş değil, Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde (GOE) de uzunca bir süredir inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin ekonomideki ağırlığı artmaktadır. Özellikle 2000’li yıllardan itibaren GOE’ye yñnelen kısa vadeli yabancı sermaye akımları sonucunda artan arsa ve konut fiyatları ile birlikte inşaat sektörünün finans kesimi ile ilişkileri daha iç içe geçmiştir. Bu süreçte bir dizi finans dışı şirket (FDŐ) de bu sektörlerle yatırım yapmıştır. Bu çalışmada temel amaç Türkiye’de çeşitli sermaye gruplarının ve FDŐ’nin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) biçiminde bu alana nasıl ve neden yñneldiklerini ortaya koymaktır. Çalışmanın temel önermesi bu yñneliřin ardında Türkiye ekonomisinin dñnya pazarıyla artan bñtñnleřmesinin bağımlı niteliği nedeniyle ortaya çıkan kur riski ve artan finansman maliyetleri ile baş etme çabasının yattığıdır.

Anahtar Kelimeler: Finansallaşma, inşaat ve gayrimenkul yatırımları, Türkiye ekonomisi

JEL Sınıflaması: F32, O10, E20.

Abstract

For a long time, the weight of construction and real estate sectors not only in developed, but also in developing economies is growing. Especially since 2000’s due to the acceleration of short term foreign capital flows to developing economies, and therefore growing land and housing prices, the intertwining of the construction industry and financial institutions gained momentum. During this process many non-financial corporations (NFC) invested in these sectors. Basic aim of this paper is to reveal how and why many capital groups and NFC in Turkey preferred to enter in these sectors by means of Real Estate Investments (REIT) as the institutional form. Main claim of this paper is that behind the orientation of many capital groups and NFC lies the struggle to cope with the currency risk and heavy weight of financing costs which result from the dependent character of the integration of Turkish economy with the world market.

Keywords: Financialization, construction and real estate investments, Turkish economy

JEL Classification: F32, O10, E20.

¹ **Bibliyografik Bilgi (APA):** FESA Dergisi, 2021; 6(2) ,265-278 / DOI: 10.29106/fesa.897587

² Bu makale Altan Alaybeyoğlu’nun 598166 numaralı Marmara Üniversitesi Kalkınma İktisadı ve İktisadi Büyüme Bilim Dalı’da tamamlanan doktora tezinden türetilmiştir.

* Doç. Dr., Marmara Üniversitesi İşletme Fakültesi, ktanyilmaz@marmara.edu.tr, İstanbul, Türkiye, ORCID: 0000-0003-2915-3521

** Dr. Öğr. Üyesi, Haliç Üniversitesi, altanalaybeyoglu@halic.edu.tr, İstanbul, Türkiye, ORCID: 0000-0001-6309-0697

1. Giriş

İnşaat ve gayrimenkul sektörlerinin Türkiye ekonomisindeki ağırlığı uzunca süredir artma eğilimindedir. Konut üretim hacmi, yıllık büyüme hızı, yıllık yapı ruhsatı ve kullanım izinleri, gerek toplam katma değer gerekse milli gelir içindeki payı itibarıyla ülke ekonomisi içindeki yeri, toplam istihdam içindeki payı, ülkeye gelen yabancı sermayenin yöneldiği sektörler içindeki payı gibi göstergeler³ inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin Türkiye ekonomisi içinde belirgin bir ağırlık kazandığına işaret etmektedir.⁴ Kentsel dönüşüm adı altında yürütülen konut üretimi, Kamu-Özel İşbirliği (KÖİ) çerçevesinde yürütülen köprü, yol vb. için yürütülen mega projeler, Toplu Konut İdaresi (TOKİ) ve Emlak GYO öncülüğünde gerçekleştirilen inşaat ve gayrimenkul projeleri, “sanayici” büyük sermaye gruplarının konut ve gayrimenkul sektörlerine yatırım yapmaları bu artan ağırlığın değişik vechelerini oluşturmaktadır.

Türkiye’de kapitalizmin gelişme eğilimleri çerçevesinde inşaat ve gayrimenkul sektörlerinde yaşanan bu patlamanın önemli bir diğer boyutu da inşaat sektörü ile gerek mali sermaye (financial capital)⁵ gerekse de sanayi sermaye (industrial capital) arasındaki ilişkilerin daha derinleşmesidir. Geçtiğimiz 17 yılda birçok banka hem konut üretimi ve gayrimenkul projeleri alanında hem de konut kredisi alanında inşaat sektörüne yüzünü dönmüş durumdadır.⁶ Ancak daha da önemlisi gayrimenkul sektöründe yaşanan hareketliliğin ardında mali sermayenin yanı sıra, Türkiye kapitalizminin önde gelen ve çoğu ihracata dönük üretim yapan sanayi şirketleri ve sermaye gruplarının ama kendi fabrika arazilerini satarak ama kamu arazilerini satın alarak bu alana yönelmeleri yatmaktadır (Sak, 2012). Günümüzde Türkiye’nin önde gelen holdinglerinin çoğunun portföyleri içinde inşaat ve gayrimenkul yatırımlarının payı azımsanmayacak boyutlardadır. Her ne kadar “sanayicinin arsa şehvetine kapılmaktan uzak tutulması gerektiğini” belirten sanayiciler olsa da (Dünya, 2018), çoğu sanayi şirketi yöneticisi gayrimenkul satışının ihracattan daha kârlı olduğunu ileri sürerek bu alana yönelmiş durumdadır. Geçmişte küçük ölçekli ve yerel müteahhitlerin hâkim olduğu inşaat sektöründe günümüzde büyük sermaye grupları ile bağlantılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) büyük oyuncu olarak yerlerini almış durumdadırlar.

Türkiye’de yaygın biçimde “inşaat odaklı büyüme” diye adlandırılan bu süreç dünyadaki genel eğilimin bir parçası olmakla birlikte Türkiye’ye özgü dinamikler de içermektedir. Bu yazıda inşaat ve gayrimenkul sektörlerine bu yoğun yönelişin arkasında yatan dinamikleri ve bunun doğurduğu çelişkileri GYO’nun gelişiminden hareketle kavramak amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda çalışmada benimsenen yaklaşım, söz konusu yönelişin ardında yatan etkenleri kavramak bakımından Türkiye ekonomisinin dünya pazarı ile bütünleşme biçiminden hareket etmek gerektiğidir. Başka türlü ifade edersek, söz konusu sektörlerin gelişiminin hızını, boyutlarını ve sınırlarını belirleyen ana dinamiğin Türkiye’de sermaye birikim sürecinin dünya ekonomisiyle bütünleşme biçiminde aranması gerektiğidir.

³İnşaat ve gayrimenkul sektörlerinin ekonomi içinde artan payına ilişkin göstergeler için bkz. (Yeşilbağ, 2020).

⁴ Bu göstergelere büyük kentlerdeki arsa ve konut fiyatlarındaki süregelen artışı da eklemek gerekir. *The Guardian* gazetesinin verdiği haberde, İstanbul’un emlak piyasasında yıldızı en çok parlayan kentlerin başında geldiği ve kentin gayrimenkul fiyatlarının hızlı artış gösterdiği belirtiliyordu (31.01.2012). Ayrıca günümüzde İstanbul’daki konut fiyatlarının artmaya devam ettiğini, gayrimenkul yatırımlarının getirisinin de diğer alternatif yatırım araçları karşısında daha yüksek olduğunu da belirtelim (Yıldırım, 2015).

⁵ Bu kavramlar finansallaşma yazınında sıklıkla farklı anlam içerikleriyle kullanılmaktadır. Biz mali sermaye (financial capital) kavramı ile para alım satımı yapan (para piyasaları) ya da faiz getiren sermaye (sermaye piyasaları) anlamında bir bütün olarak para sermayeyi kastediyoruz. Finanskapital (finance capital) kavramıyla ise Hilferding’in öne çıkardığı anlamda sanayi ve banka sermayesinin kaynaşmasını ifade eden ve günümüzde çoğunlukla holding biçiminde örgütlenmiş olan büyük sermaye gruplarını kastediyoruz. *Finanskapital* adlı kitabının önsözünde banka sermayesi ile sanayi sermayesi arasında giderek pekişen içli dışlı ilişkilerden bahseden Hilferding, “işte bu içli dışlılık yoluyla sermaye, ilerde daha yakından sergileyeceğimiz gibi, Finans Kapital biçimine bürünmektedir, yani sermayenin en olgun ve en soyut görünümüne” (Hilferding, 1995, s. 47) demektedir. Sermayenin ekonominin dallarından bağımsızlaşması ve ekonominin bütününde kaynak dağılımı üzerinde gittikçe daha büyük hâkimiyet elde etmesi anlamında finans kapitalin günümüzde büründüğü biçime örnek olarak yatırım fonları verilebilir. Yatırım fonları temelde sanayi sermayesi ile kaynaşmış bir finansal sermaye birimidir (Savran, 2008).

⁶ Sanayi şirketlerine giden banka kredilerinin toplam krediler içindeki oranı azalırken, inşaat ve gayrimenkul sektörlerine giden oran sürekli artmaktadır. Banka kredilerinin toplamdaki payında 2003-2014 yılları değişime bakıldığında inşaat ve emlak sektörlerinin toplam banka kredilerinden aldıkları pay yüzde 8,3’den yüzde 11,5’e çıkmıştı. Aynı dönemde imalat sanayinin kredilerden aldığı pay yüzde 42,5’ten yüzde 20,9’a düşmüştü (Sönmez, 2014, s. 5) Ekim 2020 rakamlarına bakıldığında ise inşaat, konut ve emlak piyasasının aldığı pay % 17,6 iken; imalat sanayinin toplulaştırılmış bazda sektörel payı %18,4 olmuştur (Risk Merkezi, 2020).

Çalışmanın bu konudaki yazına olan katkısı, finans-dışı şirketlerin (FDS) finansallaşmasında GYO'nun Türkiye gibi Gelişmekte Olan Ekonomiler (GOE)'deki özgün rolünü GYO örneğinden hareketle ortaya koymaktır. Bu çalışma kapsamında sinayacağımız hipotez FDS'nin, GYO biçiminde finansal yatırımlara yönelmelerinin arkaplanında Türkiye kapitalizminin uluslararası üretim ağlarıyla bütünleşmesinin bağımlı niteliğinin yattığıdır.

Bu doğrultuda ikinci bölümde önce günümüz finansallaşma yazını kısaca değerlendirilip bir kavramsal çerçeve oluşturulacaktır. Bu çerçeveden hareketle GOE'de finansallaşmanın özgün nitelikleri özetlenecektir. Üçüncü bölümde ise Türkiye ekonomisinin günümüz koşullarındaki finansallaşma eğilimlerini ve ayırtedici özellikleri ortaya konulacaktır. Bu bölümde özellikle yakın dönemde bir "yatırım" alanı olarak öne çıkan inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin finans sektörü ile artan bütünleşmesi bakımından kilit rol oynayan GYO'nun Türkiye'deki gelişimini, işleyişini, sermaye birikimi açısından işlevini ve devletin bu süreçte oynadığı rolü üzerinde durulacaktır. Nihayet son bölümde barınma ihtiyacının ve konut sorununun piyasa mekanizması içinde GYO bünyesinde konut finansmanına dayalı bir biçimde çözülmesinin Türkiye'deki toplumsal sonuçları tartışılacaktır.

2. Finansallaşma Tartışmaları ve GOE'de Finansallaşmanın Özgül Dinamikleri

2.1. Finansallaşmanın Nedenleri

2008 yılında ABD'de başlayan küresel finans krizinin öncelikle gayrimenkul piyasasında kendini göstermiş olması, özellikle gayrimenkul sektörünün mali sermaye ile olan sorunlu ilişkisinin irdelenmesini gerektirmiştir. Başka ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de yürütülen "finansallaşma" tartışmalarının merkezinde sanayinin önemini yitirdiği, inşaatın öne çıktığı, sanayi gibi inşaatın da mali sermayenin hâkimiyetine girdiği görüşü yer almaktadır. Geçtiğimiz 20 yılda ne olmuştur da konut üretimi giderek barınma ihtiyacını karşılamaktan ziyade yeni bir yatırım alanı haline gelmiştir? "İnşaata dayalı büyüme modeli" veya "inşaata dayalı birikim" vb. kavramlar etrafında böyle bir gelişmenin sorumlusu hükümetler tarafından uygulanan neoliberal politikalar mıdır? Türkiye gibi ülkelerde, özellikle de konut ve gayrimenkul sektörlerinde görülen finansallaşma eğiliminin altında yatan etkenler nelerdir? Bu sorulara cevap verebilmek bakımından günümüz kapitalizminin gelişme eğilimlerine ve söz konusu eğilimlerin Türkiye gibi bağımlılık altındaki yarı sanayileşmiş ekonomilerdeki hangi özgül dinamiklerle eklemlendiğine odaklanmak gerektiği kanısındayız. Şimdi bunları açıklamaya çalışalım.

Dünya ekonomisine 80'li yıllardan itibaren damgasını vuran temel eğilimlerden biri finansın yükselişiydi. Finans şirketlerinin kârının FDS'nin kârına oranındaki belirgin artış, banka kredilerinin dünya ekonomisinin büyük bölümünde üretim çıktısından çok daha hızlı artması, hükümetler, FDS ve tüketiciler için genel borçluluk oranlarının yükselişi (Harman, 2012, s. 252) gibi eğilimler finansın ekonomide artan ağırlığına işaret ediyordu. Bu finansal hegemonya döneminde tüm dünyada kısa vadeli yatırım, para spekülasyonu, finansal istikrarsızlık ve kriz dalgaları görüldü (Brunhoff, 2007, s. 173).

Çağdaş kapitalizmin son on yıllarında tüm dünyada finansal piyasaların hızla büyümesi, finansal piyasa, kurum ve faaliyetlerin boyutlarının ve ekonomi içerisindeki önemlerinin giderek artması, finansal işlemlerin, hizmetlerin, aktörlerin ve borcun gündelik hayatta ve ekonomide giderek daha fazla yer kaplaması, finansal olmayan firmaların kârlarını giderek finansal alandan elde etmeleri literatürde finansallaşma kavramı ile tanımlanmaya başladı.⁷

Ana akım (neoklasik) yaklaşımlarda finansal piyasaların temel işlevinin bireylerin tasarruflarının rasyonel biçimde ekonomik yatırımlara dönüşmesi olduğu varsayılır. Bu teoriler paraya ve finansa olan talebin önemini kabul etmediklerinden finans piyasalarının nasıl işlediklerini ve sadece finansal alanla kendilerini sınırladıklarından finansal varlıkların fiyatlarının ekonomik "temeller"le ilişkisini açıklayamazlar (Brunhoff, 2007, s. 177). Buna karşılık heterodoks (Keynesyen, Kurumsal) ve eleştirel/radikal (Marksist) yaklaşımlar ekonomide finansın artan egemenliğini finansallaşma kavramı etrafında tartışmaktadırlar (Bonizzi, 2013).

Finansallaşma teorileri arasındaki temel ayrım noktalarını kavramak bakımından kilit önemde olan mesele bunların kapitalizmin krizine nasıl yaklaştıklarıdır. Heterodoks/Keynesyen finansallaşma teorilerine göre ekonomik krizlerin asıl nedeni kapitalist üretimin kendi iç çelişkilerinde değil, onun aşırı finansallaşmasında, finansın istikrarsız ve spekülatif niteliğinde yatmaktadır. Bu eğilim ise temelde izlenen yanlış ekonomi politikalarının bir sonucudur. Bir ekonomide toplam talebin yetersizliği ya da eksik tüketim eğilimi krizin asıl nedeni olup; yanlış politikaların bir sonucudur. Bu tür yaklaşımlarda eksik tüketimin krize yol açtığı koşullarda talebi yeniden canlandırmak, özellikle yatırımları harekete geçirmek bakımından önemli rol oynayan para politikaları ve kredi mekanizmaları bir süre sonra finans alanının reel birikimden (değer üretimi ve dolaşım süreçleri) bağımsızlaşmasına ve "rant" peşinde koşan mali sermayenin, sanayi sermayesinden farklı çıkarılara sahip olmasına yol açmaktadır. Söz konusu yaklaşımlara göre konut ve gayrimenkule yönelme talebi sürdürmenin,

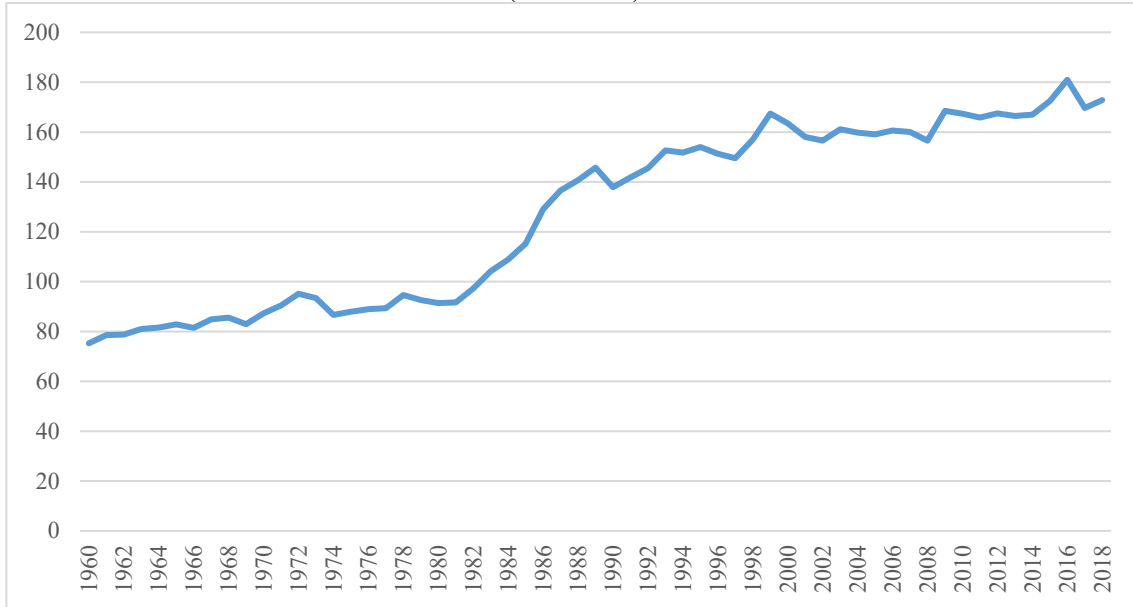
⁷ Bu konuda bkz. (Orhangazi, 2020).

“küreselleşme”nin yol açtığı ücretler üzerindeki aşağı yönlü baskının sonuçlarını etkisizleştirmenin bir aracı olarak görülmekte, ortaya çıkan konut balonları ve krizler ise merkez bankalarının izledikleri hatalı para politikalarının bir ürünü olarak değerlendirilmektedir. Heterodoks/Keynesyen yaklaşımlar bu tespitlerden hareketle giderek her şeyin finansallaştığı, sömürünün *tefecilik* biçimini aldığı, toplumsal kutuplaşmanın temelinde finansın yer aldığı ve niteliksel bir dönüşümle kapitalizmin yeni bir aşamaya girdiğini ifade etmek için finansallaşma kavramına başvurmuşlardır. Bu kavram çerçevesinde para sermayenin sanayi sermayesinden bağımsız hale geldiğini ve üretimde yaratılan kârdan bağımsız olarak ortaya çıkan finansal kârın sermaye birikiminin yeni merkezi olduğunu ileri sürmektedirler.

Oysa eleştirel (Harvey, 2015) ve radikal bakış açısından yazarlara göre (Mavroudeas & Papadatos, 2018) sorun daha derinde, sermaye birikim sürecinde ve üretim alanında yatmaktadır. Ödeme gücünü aşan kredi dağıtımı gibi finansal faaliyetlerin yol açtığı istikrarsızlık ve spekülasyon dalgaları sadece krizin altında yatan nedenin belirtileridir. Ekonomik krizler finansal sektörlerde ortaya çıkmış gibi görünse de, asıl sebep üretim alanında, kârlı üretim koşullarında yaşanan sorunlarda ve bu alandaki aşırı birikim dinamiklerinde yatmaktadır. Söz konusu yazarlar da Keynesyen iktisatçılarla benzer bir biçimde kapitalizmde kredinin ve spekülasyonun rolünü kabul etmektedir. Ancak onlara göre, finansal yatırımlar sermaye birikimi sırasında ortaya çıkan kâr oranlarındaki düşüşü engelleme, erteleme işlevi gören bir karşı eğilimin ifadesidir. Bu bakış açısına göre *finansallaşma hipotezinin açıklayamadığı şey kredilerin neden ve ne zaman aşırı borca dönüştüğüdür* (Roberts, 2018).

Bu çerçeveden bakıldığında finansın büyümesinin, yani kredi şişkinliği ve aşırı borca dönüşmesinin altında yatan asıl neden hem sermayenin artan uluslararasılaşması hem de sermaye birikimindeki uzun yavaşlamadır (Harman, 2012, s. 254). Dünya ekonomisi 70’li yıllardan bu yana uzun depresyon eğilimli bir durgunluk dönemini yaşamaktadır. 2008 küresel mali krizle birlikte daha da derinleşen kapitalizmin bu uzun kriz koşullarında sanayi şirketleri üzerinde büyük yatırımlar yapmak için rekabet baskısı artmıştı. O yatırımlardan kâr edebilmek eskisine göre daha büyük bir belirsizlik içeriyordu. Şirketler, zengin bireyler ve yatırım fonları, yeni bir krize nakitsiz yakalanmamak (finans dilinde “likidite”) için bu gibi yatırımlara girerken ihtiyatlı davranma yolunu seçiyorlardı. Başka bir deyişle gelişmiş ülke ekonomilerinde iş dünyası “geçmiş kârları harcamak yerine şimdi nakit olarak biriktiriyordu” (Harman, 2012, s. 255)

Grafik 1 Dünya Ölçeğinde Finans Sektörünün Firmalara Sağladığı Yurtiçi Kredilerin GSYH'ye Oranı (%) (1960-2018)



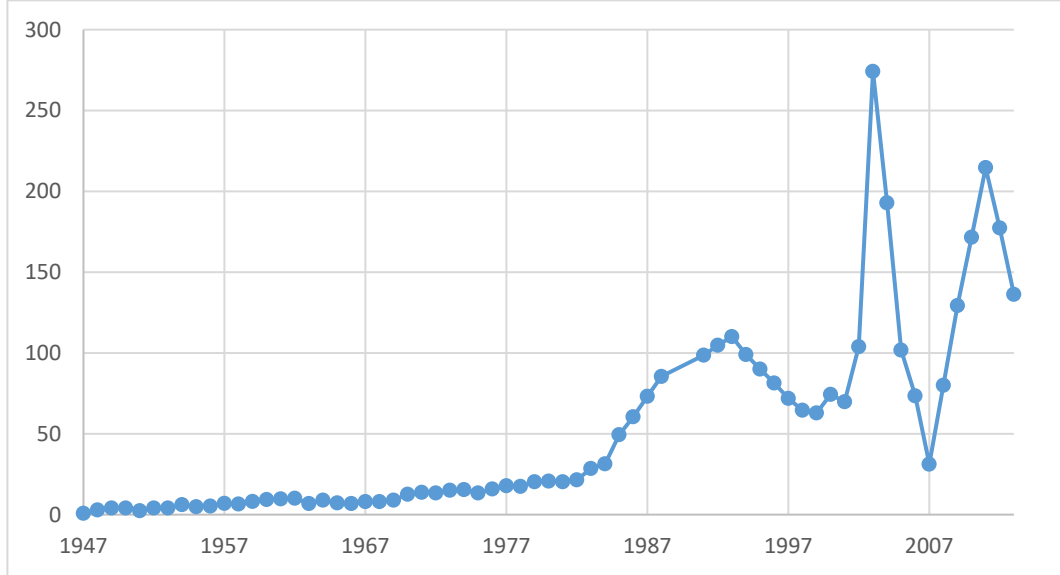
Kaynak: (WorldBank, 2019).

Grafik1’de gösterilen; 2000’lerin başından itibaren görülen bu “tasaruf bolluğunun” arkaplanında sanayi sermayesinin kârlarını ücretleri baskılayarak artırırken, bu kârları üretim alanında yatırıma çevirmemiş olmaları yatmaktadır. Tasarruflar ve yatırımlar arasındaki ortaya çıkan açık, neoliberallerin iddia ettikleri gibi finansal piyasalara devletin müdahalesinden (para arzı) ya da Keynesyenlerin ileri sürdükleri gibi neoliberal iktisat

politikalarından (talebin düşüklüğü) değil, kârlı üretim gerçekleştirme kapasitesinin azalması karşısında finansal alana kaçıştan kaynaklanmaktadır.

Kâr oranlarının uzun dönemli düşme eğiliminde somutlaşan sermayenin aşırı birikimi (Roberts, 2020) kredi şişkinliğine ve “hayali sermaye” diye nitelenen üretimden özerk bir spekülasyon yönelişine yol açar. Bu durum Grafik2’de reel karların yüzdesi olarak finansal karların, özellikle 2000’li yıllardan sonra %100 üzerinde seyretmiş olmasıyla da netlik kazanır.

Grafik 2: Dünya Ölçeğinde Reel Kârların Yüzdesi Olarak Finansal Kârlar



Kaynak: (Carchedi, 2017)

Bir anlamda kredi (ve bununla birlikte ortaya çıkan konut) balonu kronik bir kârlılık ve aşırı birikim kriziyle baş edememenin bir sonucudur; ona verilen bir tepkidir.

Tüm bu tespitler ışığında şu sonuçlara varmak mümkündür: Finansallaşma yukarıda belirttiğimiz üzere, temelde 1970’lerden itibaren kapitalizmin içine girdiği krize bir çözüm arayışının ürünüdür. Başta ABD ekonomisi olmak üzere dünya ekonomisinde kâr oranlarının uzun dönemli düşme eğilimi içine girmesiyle birlikte finanskapital kapitalizmin bu uzun krizine tepki olarak daha fazla finansal faaliyetlere yönelmiştir. Zira finanskapital açısından geçtiğimiz on yıllarda genel anlamda finans alanına, özel olarak da konuta ve gayrimenkule yönelmenin (“gayrimenkulün finansallaşmasının”) asıl önemi, onun gelecekte daha fazla kâr elde etmek için beklerken değer ya da varlıklar için bir depolama biçimi olarak işlev görmesinden kaynaklanmaktadır.

Bir bütün olarak sermayenin üretim alanında yatırdığına oranla elde ettiği kârın payının azalma eğiliminde olduğu böylesi bir dönemde daha kârlı, yeni değerlendirme alanları bulma arayışının önemli bir boyutunu inşaat ve gayrimenkul (konut, alışveriş merkezi, altyapı vd.) sektörlerine yöneliş meydana getiriyordu. Bu süreçte inşaat faaliyetlerinin hem arz hem de talep yönü için gereken finansman ihtiyacı finans alanı ile inşaat ve gayrimenkul sektörleri arasında artan bir bütünleşmeye yol açmıştır.⁸

İnşaat ve gayrimenkul sektörleri ile finans sektörü arasındaki kaynaşmanın temelinde hem üretim hem de dolaşım/satış sürecinde kredinin oynadığı rol yatmaktadır. Gayrimenkul sektöründe sermaye döngüsünün uzun olması kredi sağlayacak finansal kurumların varlığını sektör açısından elzem kılmaktadır (Karaçimen & Özlem, 2017, s. 88). Ancak kredi ile finanse edilen gayrimenkul üretimi menkul kıymetleştirme sonucunda giderek “hayali sermaye” niteliğine bürünüp spekülatif bir karakter kazandığından, arz adım adım talepten bağımsız hale gelir. Başka türlü ifade edecek olursak, konutun kullanım değerinin (barınma ihtiyacı) değil, mübadele değerinin ön plana çıkması hem arsa rantının yükselmesine hem de konut üretim sürecinin, fiyatların yükseleceği beklentisi ile,

⁸ Nasıl ki imalat sanayisinde yer alan firmalar ile savunma sanayisinde yer alan firmaların artan bütünleşmesi askeri-*sınai kompleks* olarak nitelendiriliyorsa, 90’lardan itibaren inşaat, gayrimenkul ve bankacılık sektörlerinde artan bütünleşme de emlak-finans kompleksi olarak adlandırılmaktadır.

yatırım ve spekülasyona açık hale gelmesine yol açar. Bu durum gayrimenkul sektöründe balon oluşmasını beraberinde getirir.

2.2. GOE’de Finansallaşma

İçinde Türkiye’nin de yer aldığı GOE’de özellikle de konut ve gayrimenkul sektörlerinde görülen finansallaşma eğiliminin altında yatan etkenler nelerdir? Bu soruya cevap verebilmek bakımından günümüz kapitalizminin gelişme eğilimlerinden hareketle, Türkiye gibi bağımlılık altındaki yarı sanayileşmiş ekonomilerdeki **özgöl** dinamiklere odaklanmak gerekmektedir.

90’lı yılların sonu ve 2000’li yılların başında dünya ekonomisinin yaşadığı krizlerden sonra uluslararası sermaye GOE’ye gerek YDY gerekse de diğer sermaye akımları biçiminde geri döndü⁹. Dünya ekonomisiyle artan bütünleşme hedefi altında ve mal ve para hareketlerinin serbestleştirilmesini içeren neoliberal politikalar eşliğinde, GOE de uluslararası finansal piyasalara geçmişe göre daha fazla açıldılar. Temel amaç bu süreçte artan dış borçlarını finanse etmektir. Söz konusu sermaye akımlarının bu ülkeler üzerindeki en önemli etkisi döviz rezervlerindeki ve dış borçlarındaki büyük çaplı artışlar oldu.

Cari açık, döviz rezervi biriktirme zorunluluğu, iç ve dış borçlardaki belirgin artışlar ve ani sermaye ve döviz kuru hareketlilikleri GOE’deki bağımlı finansallaşmanın en önemli açığa çıkış biçimleri olup, bir anlamda GOE firmalarının daha fazla kâr arayışlarında küresel üretim zincirleriyle daha fazla bütünleşmelerinin bir maliyeti olmaktadır. Bununla birlikte bu bütünleşmenin maliyetini ödünlemek için uluslararası finansal piyasalara yönelik bu tür ekonomilerde üretken kapasitenin aşınmasına yol açmakta ve eşitsiz gelişmeyi perçinlemektedir (Becker, 2010).

Yabancı sermaye girişlerine bağımlı bir sermaye birikim süreci nedeniyle bu tür finansallaşma sürecine literatürde “bağımlı finansallaşma” denmektedir (Becker, 2019). Burada finansallaşma eğiliminin “bağımlı” karakterinin birbirini koşullayan iki temel boyutu söz konusudur. Birincisi, küresel üretim zincirlerinin hiyerarşik yapısı içinde daha ziyade tâbi konumda bulunan GOE firmalarının, ithalata bağımlı bir üretim yapısına sahip olmaları onları ithalatın daha düşük maliyetli finansmanı için uluslararası finansal piyasalarla daha fazla bütünleşmeye zorlamaktadır (Bonizzi, Kaltenbrunner, & Powell, 2019). Uluslararası üretim zincirlerindeki tâbi konumları GOE firmalarının emek sürecinde yaratılan kâr hacminden zincirin önde gelen şirketleri karşısında daha az pay almalarına ve temelde döviz kurundaki dalgalanmalardan kaynaklanan olası makroekonomik risklere karşı korunma amacıyla daha yüksek finansman maliyetlerini göğüslemelerini beraberinde getirmektedir (Bonizzi, Kaltenbrunner, & Powell, 2019). İkinci olarak, GOE firmalarının yaptıkları ticarete ve küresel sermaye piyasalarında artan faaliyetlerinde, yerli paralarının dünya para sistemindeki hegemonik konumu itibarıyla ABD dolarına tâbi olmaları da bu bağımlılığı güçlendirmektedir (Kaltenbrunner & Paineira, 2017).

3. Türkiye’de Finansallaşma ve GYO

3.1. Türkiye Ekonomisinde Finansallaşma

Bir çok çalışma ve yaklaşımdan farklı olarak, bu çalışmada inşaat ve konut sektörlerinin finansallaşmasında GYO’nun özgül işlevini kavrayabilmek bakımından Türkiye ekonomisinin dünya pazarıyla ve uluslararası sermaye ile kurduğu ilişkiden hareket etmek gerektiği, inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin yükselişini Türkiye finans kapitalinin izlediği **dış pazara dayalı sermaye birikim stratejisinin** bağrında taşıdığı çelişkilerin bir ürünü olarak ele almak gerektiği ileri sürülmektedir. Türkiye gibi yarı-sanayileşmiş bağımlı ülkelerdeki **özgöl** finansallaşma dinamiklerini doğuran ana dinamik üretim yapısı büyük ölçüde ithalata bağımlı, teknolojik gelişmişliği ve verimlilik düzeyi görece geri olan Türkiye ekonomisinin **korunaksız** bir biçimde dünya pazarıyla artan bir bütünleşmeye yönelmesidir. Bu tür bir bütünleşme biçimi, dünya pazarında değer yasasının eşitsiz işleyişinin sonucunda kronik bir dış ticaret açığına,¹⁰ ülke ekonomisinin dış finansman ihtiyacının yükselmesine ve toplam dış borçlarının artmasına yol açmaktadır.¹¹

Kredi genişlemesine bağlı olarak uluslararası sermaye akımlarının spekülatif, kısa vadeli getiri peşinde koşan niteliğinin önemli bir sonucu, bu akımların oynak, sık dalgalanan bir seyir izlemesi ve ülke ekonomisinin artan dış

⁹ Dünya genelinde 1990 yılında 174.936 milyar\$ olan YDY; 2000 yılında 1.569 trilyon\$, 2007’de 3.136 trilyon \$, 2019 sonunda 1.622 trilyon\$’a ulaşmıştır. Türkiye için ise 2000’de 982 milyon\$, 2007’de 22 milyar\$, 2019’da 8.787 milyar \$ olarak görülmektedir (World Bank, 2021)

¹⁰ 2003 yılında 7.554 milyar\$ olan cari açık; 2010 yılında 44.620 milyar\$’a, 2013 yılında 55,858 milyar\$’a ve 2020 yılı itibarıyla de 36.765 milyar\$’a yükselmiştir (TCMB, 2021).

¹¹ 2003 yılında 95 milyar\$ olan net dış borç stoku; 2010 yılında 172,3 milyar\$’a, 2013 yılında 231.8 milyar\$’a ve 2020 itibarıyla de 262 milyar\$’a ulaşmıştır (TCMB, 2021).

finansman ihtiyacı karşısında sermaye kaçış olasılığının artmasına bağılı olarak döviz kurlarında artışa yol açabilecek bir **kur riskini** bünyesinde barındırmasıdır.¹² Türkiye ekonomisini kırılgan ve dış şoklara (sermaye kaçış olasılığı yüksek) duyarlı bir konuma getiren bu sürecin en önemli sonucu hem ülke içinde yerli FDS'nin kredi maliyetlerinin artırması hem de olası bir mali kriz karşısında ya da buna fırsat vermemek adına sürekli belli bir döviz rezervi biriktirmek (reserve accumulation) zorunda kalmasıdır.¹³

İşte Türkiye ekonomisinin büyük çaplı ve ani sermaye ve döviz kuru hareketleri karşısındaki bu kırılgan yapısıdır ki Türk FDS'yi uluslararası finansal piyasalarla artan bir ilişki içine girmeye zorlanmaktadır. Bir yandan ithalatın finansmanı için düşük faizle yabancı kredi kullanımına yönelme¹⁴ öte yanda kur riski ve buna bağılı kredi maliyetlerinin artmasına bağılı olarak şirketlerin finansman maliyetlerinin artması¹⁵ bu yapının birer sonucudur.

Firmalar açısından sınai yatırımlar için gerekli döviz ihtiyacını ve **kur riskini** güvence altına almak zorunluluğu daima öncelik taşıyordu. Bağımlı üretim yapısı ve bunun sonucunda ortaya çıkan bağımlı finansallaşma sanayinin finansman sorununa yol açmaktaydı. Faiz oranlarının yüksekliği karşısında şirketlerin artan finansman maliyetleri 90'lardan itibaren yükselerek kârları hızla aşındırmaktaydı. İSO'nun 2015'de yaptığı araştırmanın da ortaya koyduğu gibi, katma değeri yüksek sanayi üretimi için gerekli yatırımları yapmak, sanayi kesiminin içinde bulunduğu finansman modeli ile imkânsızdır; imalat sanayisi için asıl sorun **finansman maliyetlerini düşürmekteki çaresizlik** idi (Yalman, 2019).

Yukarda açıklanan bu **yapısal engeli**, öteleyebilmek bakımından 1990'lı yıllar boyunca yurtiçinde kamu borçlanması (devlet tahvilleri) üzerinden kurulan kredi mekanizmaları önemli bir işlev görmüştü. 2000'li yıllardan itibaren ise firmalar sermaye piyasalarındaki finansman kaynaklarına giderek daha fazla başvurmaya başladılar. Gerek bankalar aracılığıyla gerekse de doğrudan yurtdışından borçlanan firmalar izlenen para politikasının da etkisiyle daha ucuza finansman sağlama olanağına kavuştular (Akçay, 2017). Bu süreçte TL cinsinden kredilere göre daha düşük maliyetli bir borçlanma biçimi olması nedeniyle Türk bankalarının bu sefer yabancı kaynaklardan alıp, özel sektöre aktardıkları fonlar 2007'de 50 milyar dolardan, 2014 yılında 175 milyar dolara yükseldi (Yalman, 2019, s. 143). Yüksek kur riskine rağmen, döviz cinsinden borçlanmanın özellikle TL'nin değerli olduğu sürelerde, döviz cinsinden gelirleri düşük olmayan şirketlerin finansal kısıtlarını hafifleterek şirketlerin büyümesine katkıda bulunduğu belirtilmektedir (Yalman, 2019, s. 144). Böylesi bir ortamda Türkiye'ye giren doğrudan yabancı sermaye yatırım stoku içinde "finansal aracılık", "inşaat ve gayrimenkul" sektörlerinin payında Grafik 3'de görüleceği gibi, belirgin artışlar söz konusu oldu.

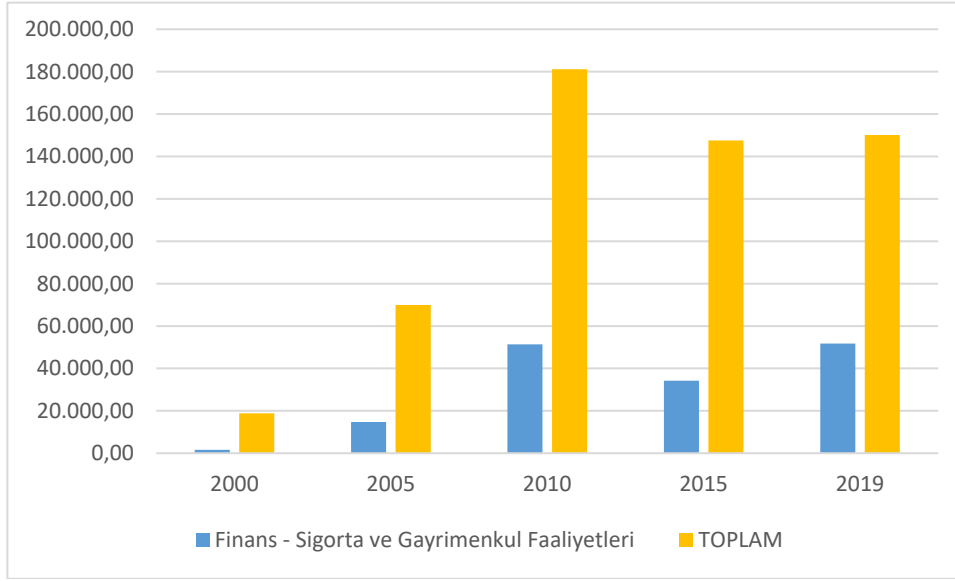
¹² 2005 yılında 1,3408 TL olan dolar kuru; 2010 yılında 1,5011 TL, 2013 yılında 1,9020 TL ve 2020 itibariyle 7,0108 TL seviyesine ulaşmıştır (TCMB, 2021).

¹³ 2013 yılında 112,002 milyon\$ olan brüt döviz rezervleri; 2017 yılında 84,110 milyon\$a, 2020 yılında ise 49,965 milyon\$a gerilemiştir (TCMB, 2021).

¹⁴ İSO500 verilerine göre, finansal göstergeler içinde borçlanma ile özkaynakların dağılımını yansıtan kaynak yapısı, 2003 yılında %46 borç ve %54 özkaynak biçiminde iken; 2018 yılında %67 borç ve %33 özkaynak biçiminde gerçekleşmiştir (İSO, 2019).

¹⁵ İSO500 verilerine göre, finansman giderlerinin, faaliyet kârları içindeki oranı 2012 yılında %34.1 iken bu oran, 2018 yılında %88.9'a ulaşmıştır (İSO, 2019)

Grafik 3: Türkiye'deki Doğrudan Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon ABD doları)



Kaynak: TCMB

Uluslararası sermaye akımlarının daha fazla getiri peşinde adım adım ülkeye girmesi, bir yandan konut fiyatlarını, bir yandan büyük kentlerdeki arsa rantlarını yükselterek, likit varlıklara yönelme eğilimini güçlendirdi. Dış akımlara dayalı kredi genişlemesi sayesinde artan konut kredileri ve değişen kentleşme politikaları da gayrimenkul ve inşaat patlamasına zemin hazırladı (Becker, 2019, s. 186).

İşte bu kredi patlaması koşullarında, kârlılıklarında belirleyici rol oynayan finansman giderlerini azaltmak ve kur riski karşısında güvence elde etmek amacıyla yurtdışından düşük faizli kredilerle borçlanarak yapılan yatırımlarla firmalar, sanayinin yanı sıra, faaliyet dışı alanlara¹⁶, esas olarak da inşaat sektörüne, gayrimenkul sektörü gibi getirisi yüksek¹⁷ ve spekülasyona açık alanlara da yöneldiler.¹⁸

3.2. Türkiye’de Gayrimenkulün Finansallaşması ve GYO

İnşaat ve gayrimenkul sektörlerinde gerçekleştirilen yatırım faaliyetlerinin özgünlüklerinden biri büyük çaplı projeler nezdinde, para-sermaye ihtiyacının hacminin diğer sektörlerle nazaran fazla oluşudur. Konut üretimi için gerekli olan arazi, hammadde vd. araç-gereçler yüksek maliyetli olduğundan, üretimi üstlenmiş firmaların bu yükü kendi öz sermayeleri ile sürdürmeleri olanaklı değildir. Bu sebepten üretimin finansmanı için sürece para-sermaye dahil olur. Faiz getiren sermaye elinde bulunan parayı, üretim süreci için söz konusu firmalara kiralar. Üretim süreci sonunda elde edilen kârdan da faiz biçiminde pay alır. Yarı-sanayileşmiş bağımlı ülkeler nezdinde ise bu durum, gayrimenkulün üretim girdilerinin ithal olması sebebiyle özellikle döviz biçiminde para-sermaye ihtiyacı doğurur. Bu noktada para ve sermaye piyasaları, büyük ölçekli inşaat projelerini finanse etmek için fon ihtiyacını uluslararası para piyasalarından karşılayacak biçimde gelişmiştir. Bu durum gayrimenkulün üretimi ve tüketimi noktasında bir dizi finansal kurum ve aracın doğmasına sebep olmuştur. Bu çerçevede GYO’lar gayrimenkul üretimi için gerekli olan para sermaye ihtiyacını karşılayan kurumlar olmalarının yanı sıra; Türkiye finans kapitalinin dış pazara dayalı üretim stratejisinin yaşadığı çelişkilere karşı bir eğilimin ürünü olarak da değerlendirilmesi gereken sermaye piyasası kurumlarıdır.

Dünyada gayrimenkul sektörünün arz yönlü genişlemesi, özellikle 2000’li yıllarda yarı-sanayileşmiş bağımlı ülkelerin de yoğun biçimde bu sürece eklenmesiyle sonuçlanmıştır. Bu durum özellikle konut kredilerinde

¹⁶ ISO500 verilerine göre üretim faaliyeti dışı net gelirlerin toplam faaliyet kârları içindeki payı %51,7’dir (ISO, 2019).

¹⁷ Likiditesi ve getirisi yüksek finansal varlıklar içinde yıllardır başı konut ve gayrimenkul çekmektedir. Diğer alternatif yatırım araçlarıyla karşılaştırıldığında, özellikle de dolar karşısında ayakta kalabilen sadece İstanbul’da konut fiyat artışlarıdır (Yıldırım, 2016).

¹⁸ Güven Sak’ın “1990’lı yıllar faiz rantı, 2000’ler ise arsa rantı yılları olmuştur” (Sak, 2013) ifadesi, sermaye birikimi ve üretim alanındaki bu yapısal çelişkiyle farklı dönemlerde farklı mücadele biçimlerinin adeta bir özeti vermektedir.

yaşanan artışı ve kredi sistemlerinde gerçekleşen çeşitlenmeyi beraberinde getirmiştir. Aynı zamanda finans sektörünün kurumsal yapısı da birikimin dinamiklerine uygun biçimde dönüşmüş ve geleneksel bankacılık faaliyetleri veya geleneksel kredi ilişkilerinin yanına, konut kredileri ve kredilerin geri ödemeleri üzerinden şekillenen, taşınmaz malların ipotek altına alınması şartıyla verilen İpotekli Konut Kredisi olarak da isimlendirilen kredi sistemleri eklenmiştir. Günümüzde hem talep hem de arz yönlü olacak biçimde konut sektöründe, banka kredileri ile senetli satışlar önemli finansal araçlar haline gelmiştir. Gayrimenkulün finansmanı noktasında, banka ve kredi kurumlarının yanında sermaye piyasasının belirmesi, diğer bir ifadeyle inşaat sektörünün para-sermaye ihtiyacı için sermaye piyasalarına yönelmesi 2000’li yıllardan sonra belirgin biçimde gözlemlenen bir olgudur (Yazıcı & Yazıcı, 2018).

GYO’nun, gayrimenkul sektörünün para-sermaye ihtiyacını karşılama noktasında diğer finansman araçlarından farklılaştığı nokta, sermaye piyasası kurumu olmasıdır. Sermaye piyasasının temel pazarı olan borsada, her ölçekteki yatırımcının GYO’nun hisse senetlerini satın alarak sürece dahil olması, müteahhitlerin öz kaynak veya kredi kullanmaksızın büyük ölçekli projeleri organize edebilmesini sağlar.

GYO’nun kurumsal düzeyde, sermaye birikimi açısından sektördeki rakiplerine göre avantajlı olduğu bir dizi durum söz konusudur. Bunlardan ilki, borsada işlem gören GYO’nun, kârlarını temettü olarak dağıtma zorunluluklarına ilişkindir. Türkiye’de GYO yurtdışı örneklerine istisna biçimde, gelirlerinin belirli bir oranını kâr payı biçiminde dağıtmak zorunda değillerdir.¹⁹ İkinci olarak GYO kurumlar vergisinden istisna tutulmuşlardır.²⁰

Sermayesi halka arz edilen GYO -anonim ortaklıklar- piyasadan topladıkları fonlar aracılığıyla büyük ölçekli inşaat projelerine yatırım yapma olanağına sahip olurlar. Gayrimenkul yatırım ortaklarını, inşaat sektöründe yer alan diğer büyük/küçük ölçekli sermaye gruplarından ayıran ve onları kesim içi rekabette öne çıkaran temel işlevlerinden birisi de budur. GYO’nun sermayelerini üretim sürecine aktarırken fon kaynaklarına erişimlerinin hızı ve kapasitesi, bankacılık, sermaye piyasaları ve sigorta sektörü ile etkileşimleri bağlamında değerlendirildiğinde, kesim içi rekabette ciddi olanaklar yaratır.

3.2. Finans Kapital GYO İlişkisi

Türkiye’de 2000’li yıllar sonrası finans kapitalin faaliyet çeşitliliği kapsamında yöneldiği sektörlerin başında gayrimenkul sektörü gelmektedir. Bu çerçevede Türkiye’de GYO için vurgulanması önemli bir diğer husus ise bunların holding iştiraki oluşudur (Alaybeyoğlu, 2021). Finans kapital sermayesi, GYO sayesinde gayrimenkulde değerlendirilme olanağı bulmuştur. GYO bünyesinde, gayrimenkul üretim sürecinde genişleyen para-sermaye holdingler için başka sektörlerdeki yatırımların kaynağı olur. Bu sebepten GYO’nun inşaat sektöründeki faaliyetlerini, finans kapitalin faaliyet çeşitliliği ile birlikte kavramak, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren finans kapitalin birikim sürecini anlamak açısından da önem taşır. Eşanlı biçimde finans, gayrimenkul, inşaat ve diğer sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren finans kapital, gayrimenkul sektöründe GYO biçiminde örgütlenir ve inşaat üretim sürecine doğrudan para-sermaye veya arsa yatırımcısı biçiminde eklenir. İnşaat üretimi sonunda ortaya çıkan toplam kâr hacminden payını alır ve bu finans kapital için sanayi yatırımlarını finanse etme veya faaliyet yürüttüğü diğer sektörlerde likidite avantajı sağlar.

GYO’nun finans kapitalin bir iştiraki olarak ortaya çıkmasının Türkiye’de sermaye birikim sürecinin özgünlükleri ile bağlantılı bir dizi sebebi vardır.

- i. Finans kapital, GYO biçiminde inşaat sektörüne dahil olarak diğer sektörlerde yatırım olanaklarını genişletmesi için gerekli olan likidite ihtiyacını karşılama imkanı yakalamıştır.
- ii. Faaliyet kârları içinde finansman giderleri payı ve borçluluk oranının arttığı gözlemlenen finans kapitalin kur riskinden kaçınması için bir alan oluşmuştur.
- iii. Finans kapital inşaat sektöründe arazi üzerinden spekülasyon rant olanağı bulmuş ve diğer sektörlerde kâr oranları daralan finans kapital kârlılığını artırma olanağı yakalamıştır.
- iv. Finans kapital, inşaat üretiminde GYO biçiminde örgütlenerek yukarıda açıkladığımız GYO modelleri çerçevesinde üretiminden doğacak riskleri dışarıda bırakan para sermaye ve ticari sermaye işlevleri ile sermaye devir hızını artırma olanağı yakalamıştır.

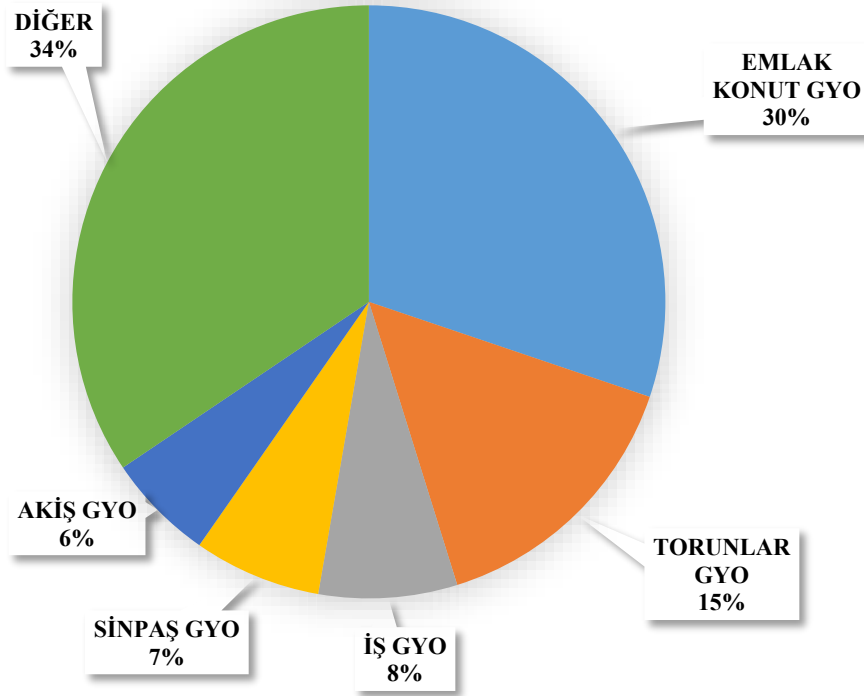
¹⁹ Bu oran ABD’de %90 ve zorunludur.

²⁰ Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 15.Madde’sine göre yatırım fonu yöneten firmaların kazançları, bu kazançlar dağıtılsın ya da dağıtılmasın %15 oranında vergi kesintisine tabidir (Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, 2006).

Ancak 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile bu kazançlar üzerinden yapılacak olan stopajın oranı %0 olarak belirlenmiştir (Gelir Dairesi Başkanlığı, 2009). Bu yüzden GYO’ların kazançları kurumlar vergisinden istisnadır.

2020 yılı ilk çeyrek verilerine göre, Türkiye’de faaliyet gösteren GYO sayısı 33 olup, toplam piyasa değerleri 3,6 milyar dolardır. Konsolide olmayan aktifler toplamı bazında incelendiğinde, ilk 16 GYO’nun aktif toplamı 66.954.108.387 TL ile toplam büyüklüğün %92,29 unu oluşturmaktadır (SPK, 2020). İlk 16 firma içinde ise Emlak Konut GYO, Torunlar GYO, İŞ GYO, SİNPAS GYO ve AKİŞ GYO öne çıkan ortaklıklardır. Bu beş ortaklığın, GYO’ların toplam büyüklükleri bazında yüzde dağılımları Grafik 4’de verilmiştir

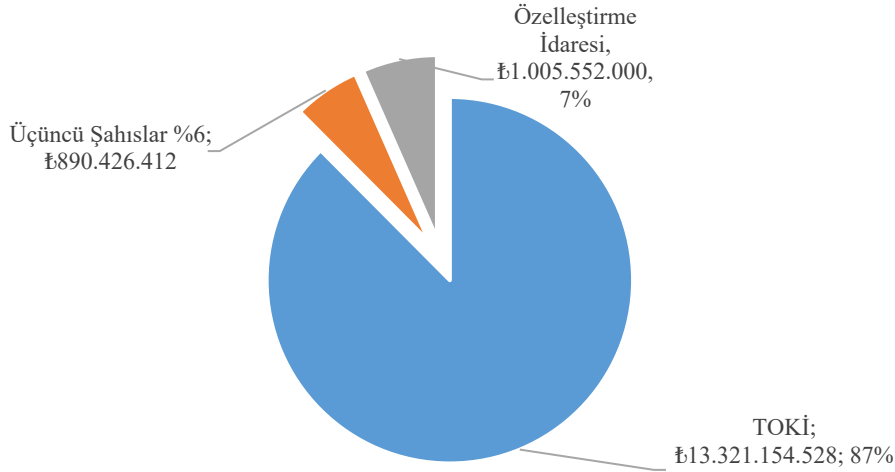
Grafik 4 Türkiye’de GYO’ların Büyüklük Dağılımları (%)



Kaynak: SPK. (2020) age’den derlenmiştir.

Emlak Konut GYO, devletin gayrimenkul üretim sektörüne bir fiil dahil olması anlamında önem arz etmektedir. Emlak Konut’un inşaat birikim sürecine yaptığı en önemli etki, devlet elinde bulunan arazileri TOKİ’den satın ya da devralarak, arazileri inşaat üretim sürecine yönlendirmesidir. Grafik 5’de Emlak GYO’nun 2003-2018 yılları arasında arsa satın alımlarının dağılımı gösterilmiştir.

Grafik 5: Emlak GYO Arsa Alımlarının Dağılımı 2003-2018



Kaynak: (Emlak Konut, 2019).

Grafik 5'e göre, 2003-2018 yılları arasında Emlak GYO'nun arsa satın alımlarının %94'ü kamu kaynaklıdır. Emlak GYO'nun kamu arazilerini sermayeye açarak, hem tekil sermayelerin değerli arsalarda inşaat üretimi yaparak yüksek kârlar elde etmesinde²¹ hem de inşaat sektörünün genişlemesinde sürece ciddi etkisi olmuştur. Sayıştay'ın Kamu İşletmeleri 2015 Yılı Genel Raporu'na göre sadece 2015 yılında 2.020.479 m2 büyüklüğe sahip 110 taşınmaz Emlak GYO'ya devredilmiştir. Aynı yıl TOKİ, 1.660.573 m2 büyüklükteki 118 taşınmazı 86.895.711 TL bedelle satmıştır. Bu arazilerin değerleri ise birikim sürecine konu oldukları anda yükselmiştir (Sayıştay Başkanlığı, 2015a).

4. Sonuçlar

Bu yazı çerçevesinde konutun bir finansman aracı haline dönüşmesinin, üretim alanından ve sanayi sermayesinden bağımsızmış görünümü kazanmasının ardında yatan nedenler ortaya konuldu. Dünya ekonomisinde bir çok sektörde yaşanan kâr oranlarının düşme eğilimine tepki olarak uluslararası finanskapital niteliğindeki sermaye gruplarının özellikle finansal alanda yeni kârlı yatırım olanakları arayışına girdiği belirtildi. Bu arayışın önemli sonuçlarından biri kent arazilerinin değerlendirilmesi, kentsel rantın küresel ölçekte önem kazanması ve konut üretiminin sermaye birikimi ve spekülasyon alanına çekilmesi olmuştur. İnşaat ve gayrimenkul sektörlerinin canlanmasıyla umulan, bir yanda iç talebi canlandırarak, inşaat sektörüne girdi veren sanayi şirketlerinin üretimden kâr elde etmekte karşılaştıkları zorlukları aşmak iken, öte yandan arsa rantına ve spekülasyona dayalı getiri elde etmek, "likit" varlıklara yönelmek, böylece azalan kârlılığı telafi etmek idi. Bankaların yanı sıra, özellikle GYO biçimindeki finans kuruluşlarının konut finansmanına yönelmelerinin önemli bir nedeni de inşaat ve gayrimenkul sektörlerinde zaten düşük olan sermaye devir hızının (yani yatırımın geri dönüş süresinin uzun olmasının) artırılması suretiyle kârlılığı yükseltmektir.

Bir çok GOÜ'de ise söz konusu sektörlere yönelişin ardında yukarıda belirttiğimiz benzer amaçların yanı sıra özellikle **kur riski ve artan finansman** maliyetleri karşısında bir güvence arayışının belirleyici rol oynadığı görülmektedir. Bu ekonomilerin ithalata bağımlı üretim yapılarında somutlaşan görece düşük rekabet gücünün bir sonucu olarak, dünya ekonomisiyle artan bütünleşme onları uluslararası finans akımlarına bağımlı kılmaktadır. Dış ticaret açığının yol açtığı döviz borcunu ödeyebilmek için yüksek faizlerle ülkeye sermaye çekme zorunluluğu, daha ziyade kısa vadeli, yüksek spekülatif getiri arayışındaki uluslararası para akımlarına bağımlılığı getiriyordu. Bu bağımlılığın yol açtığı kredi genişlemesine bağılı olarak kent arazilerinin değerlendirilmesiyle birlikte Türkiye'de de 2000'li yıllar sonrası finanskapital, faaliyet gösterdiği alanlar kapsamına inşaat ve gayrimenkul sektörlerini de katmıştır. Bir çok sermaye grubu getirisi yüksek ve spekülatif getirisi yüksek gayrimenkul projeleri geliştirerek lüks konut, alışveriş merkezi, ofis tipinde konut üretimine yönelmiştir. Bu süreçte GYO yatırımları çoğunlukla değerli kent arazilerine yoğunlaşmıştır. Çoğu holding iştiraki olan GYO sayesinde gayrimenkul üretim sürecine yönelmek, sermaye birikim sürecinde karşılaştığı engellerle baş edebilmek bakımından finanskapital için telafi edici bir mekanizma işlevi görmektedir.

²¹ Emlak Konut Projeleri yüklenici listesine şu adresten erişilebilir: <http://www.emlakkonut.com.tr/tr-TR/yukleniciler-listesi-hizmet-isi>

Zira bu mekanizma sayesinde finans kapital,

- faaliyet kârları içinde finansman giderlerinin ve dış borçlarının artan payı karşısında kur riskinden kaçınması için bir alan oluşturmuştur.
- inşaat sektöründe arazi üzerinden spekülâtif rant olanağı bulmuş ve diğer sektörlerde kâr oranlarındaki aşınma karşısında kârlılığını artırma, en azından koruma olanağı yakalamıştır.
- inşaat üretiminde ve finansmanında GYO biçiminde örgütlenerek komut üretiminde doğacak riskleri dışarıda bırakan para sermaye ve ticari sermaye işlevleri ile sermaye devir hızını artırma olanağı yakalamıştır.

Bu tespitler ışığında çalışmanın en önemli bulgusu, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren ve bir para sermaye kurumu olan GYO'nun üretim alanından, inşaat sektöründen, sanayi sermayesinden bağımsız olmadığıdır; aksine finansal alanı üretim ve dolaşım ilişkilerinin etkisinde onun gereklerine bağımlı bir biçimde gelişim göstermektedir. “Finansal alana kaçış” zorunlu tercihinin ardında Türkiye sanayisinin ve bir bütün olarak sermaye birikiminin karşılaştığı engellere bakmak gerekmektedir. GYO, bu engellerle baş edebilmek bakımından Türkiye finans kapitalinin güncel çözüm arayışlarından birisidir. Bu yöneliş doğrudan yanlış ekonomi politikalarının sonucu olmaktan ziyade; elbette bu politikaların da belli ölçüde bir rolü vardır, Türkiye finans kapitalinin dünya ekonomisiyle artan bütünleşme çabalarında bağımlı üretim yapısının doğurduğu sorunların bir ürünüdür.

Kaynakça

AKÇAY, Ü. (2017). Finansallaşma, Merkez Bankası Politikaları ve Borcun "Özelleştirilmesi". *Finansallaşma Kısacasında Türkiye'de Devlet* (s. 45-83). içinde İstanbul: NotaBene Yayınları.

ALAYBEYOĞLU, A. (2021). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Kapitalizm ve Türkiye*. İstanbul: SAV Yayınları.

BECKER, J. (2010, 12). Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis. *Competition and Change*, s. 229.

BECKER, J. (2019). Birikim stratejileri ve finansallaşma: Türkiye ve Macaristan. *Nuray Ergüneş İçin Yazılar-Finansallaşma, Kadın Emeği ve Devlet* (s. 182-208). içinde İstanbul: SAV yayınları.

BONİZZİ, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries: A Survey. *International Journal of Political Economy*, s. 83-107.

BONİZZİ, B., KALTENBRUNNER, A., & POWELL, J. (2019). Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies. *Greenwich Papers in Political Economy*. <https://core.ac.uk/download/pdf/189394133.pdf> adresinden alındı

BRUNHOFF, S. d. (2007). Finans Sermayesi ve Sanayi Sermayesi: Yeni Bir Sınıf Koalisyonu. A. Saad-Filho içinde, *Kapitalizme Reddiye-Marksist Bir Giriş*. İstanbul: Yordam Yayınları.

CARCHEDİ, G. (2017). The Exhaustion of the Present Phase of Capitalist. *Critique*, s. 339-357.

DÜNYA. (2018, Ocak 19). *Sanayici rant şehvetinden uzak tutulsun!* <https://www.dunya.com/ekonomi/sanayici-rant-sehvetinden-uzak-tutulsun-haberi-399230> adresinden alındı

EMLAK KONUT. (2019). *Emlak Konut Yatırımcı Sunumu*. İstanbul. http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Images/file/YatirimciSunumu/turkceSunum.pdf adresinden alındı

GELİR DAİRESİ BAŞKANLIĞI. (2009, Şubat 03). Gelir Dairesi Başkanlığı Web Sitesi: <http://www.gib.gov.tr/node/86543> adresinden alındı

HARMAN, C. (2012). *Zombi Kapitalizm-Küresel Kriz ve Marx'ın Yaklaşımı*. İstanbul: marx-21 yayınları.

HARVEY, D. (2015). *Neoliberalizmin Kısa Tarihi*. İstanbul: Sel yayınları.

HİLFERDİNG, R. (1995). *Finans Kapital*. İstanbul: Belge yayınları.

İSO. (2019, 05 28). İSO, “Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2018” Araştırmasını Açıkladı. İstanbul.

- KALTENBRUNNER, A., & PAİNCEİRA, J. P. (2017, Temmuz 13). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, s. 290-313.
- KARAÇİMEN, E., & ÖZLEM, Ç. (2017). Türkiye’de Gayrimenkul ve Finansın Derinleşen ve Yeniden Yapılanan İlişkisi. *Finansallaşma Kısacasında Türkiye’de Devlet, Sermaye Birikimi ve Emek*. içinde İstanbul: Notabene yayınları.
- MAVROUDEAS, S., & PAPADATOS, . (2018). Financialization Hypothesis: A Creative Contribution or a Theoretical Blind Alley? *World Review of Political Economy*, s. 451-476.
- MEVZUATI GELİŞTİRME VE YAYIN GENEL MÜDÜRLÜĞÜ. (2006, Haziran 13). *Mevzuat Bilgi Sistemi Web Sitesi*. <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5520.pdf> adresinden alındı
- ORHANGAZİ, Ö. (2020). *Türkiye Ekonomisinin Yapısı*. Ankara: İmge yayınevi.
- RİSK MERKEZİ. (2020, Ekim). *Bankalarca Kullanılan Kredilerin Sektörel Dağılımı*. riskmerkezi.org: https://www.riskmerkezi.org/Content/Upload/istatistikraporlar/ekler/2568/Bankalarca_Kullanilan_Kredilerin_Sektorel_Dagilimi-_Ekim-2020.pdf adresinden alındı
- ROBERTS, M. (2018, Kasım 27). *Financialisation or profitability?* thenextrecession: <https://thenextrecession.wordpress.com/2018/11/27/financialisation-or-profitability/> adresinden alındı
- ROBERTS, M. (2020, 7 25). *A world rate of profit: a new approach*. thenextrecession: <https://thenextrecession.wordpress.com/2020/07/25/a-world-rate-of-profit-a-new-approach/> adresinden alındı
- SAK, G. (2012, 09 21). *Bizim sanayi devleri neden müteahhit oluyor*. Radikal: <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/guven-sak/bizim-sanayi-devleri-neden-muteahhit-oluyor-1101078/> adresinden alındı
- SAK, G. (2013, 03 22). *gittigidiyor.com'dan inşaat sektörüne geçmek ne demek?* Radikal: <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/guven-sak/gittigidiyor-comdan-insaat-sektorune-gecmek-ne-demek-1126207/> adresinden alındı
- SAVRAN, S. (2008). Kod Adı Küreselleşme. *21. yüzyılda emperyalizm* (s. 59-66). içinde İstanbul: Yordam yayımları.
- SAYIŞTAY BAŞKANLIĞI. (2015). *Kamu İşletmeleri 2015 Yılı Genel Raporu*. Sayıştay Başkanlığı. https://www.sayistay.gov.tr/tr/Upload/62643830/files/raporlar/genel_raporlar/kit_genel/2015_Ki2.pdf adresinden alındı
- SAYIŞTAY BAŞKANLIĞI. (2015a). *Kamu İşletmeleri 2015 Yılı Genel Raporu*. https://www.sayistay.gov.tr/tr/Upload/62643830/files/raporlar/genel_raporlar/kit_genel/2015_Ki2.pdf adresinden alındı
- SÖNMEZ, M. (2014, Aralık). Sanayinin Yerine İnşaat, Ticaret, Hizmet.... *TMMOB, Bülten*, s. 5.
- SPK. (2020, Eylül 12). *SPK Aylık İstatistik Bültenleri*. Sermaye Piyasası Kurulu: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBulteniDosya/149> adresinden alındı
- TCMB. (2021, 01 02). *EVDS*. Elektronik Veri Dağıtım Sistemi: <https://evds2.tcmb.gov.tr/> adresinden alındı
- WORLDBANK. (2021, 02 10). Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$) - Turkey. <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?locations=TR> adresinden alındı
- WORLDBANK. (2019, 03 19). *The World Bank Data*. WorldBank: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?end=2017&start=1960> adresinden alındı

- YALMAN, G. (2019). Finansal Krizler ve Sermaye Grupları. *Nuray Ergüneş İçin Yazılar-Finansallaşma, Kadın Emeği ve Devlet.* içinde İstanbul: SAV yayınları.
- YAZICI, R., & Yazıcı, A. (2018, 01 06). Gayrimenkul Sektörünün Gelişiminde Sermaye Piyasalarının Önemi. *The Journal of Academic Social Science Studies*, s. 391-411.
- YEŞİLBAğ, M. (2020). Günümüz Kapitalizmde Sermaye, Kent ve Kriz: AKP’li Yılların İnşaat Bilançosu. *Sosyalist Gelecek ve Planlama* (s. 72-77). içinde İstanbul: Yazılama yayınları.
- YILDIRIM, A. (2015 , 03 03). *Ne altın, ne borsa, ne faiz Türkiye’de mekan...* Habertürk: <https://www.haberturk.com/yazarlar/abdurrahman-yildirim-1018/1048954-ne-altin-ne-borsa-ne-faiz-turkiyede-mekan> adresinden alındı
- YILDIRIM, A. (2016, 01 04). *Sıcak para ifte galandı.* Habertürk: <https://www.haberturk.com/ekonomi/doviz/haber/1175919-sicak-para-cifte-galandi> adresinden alındı