



## Kapitalizmin Finansallaşma Sürecinde Önemli Bir Sorun Olarak İşsizlik: Tartışma ve Analiz

Umut Üzar<sup>1</sup>

### Öz

Bu çalışmanın amacı, 1980'li yıllarla birlikte etkisini önemli ölçüde artıran finansallaşma olgusu ve işsizlik arasındaki ilişkinin belirlenmesidir. Bu çerçevede öncelikle finansallaşmanın hangi kanallar üzerinden işsizliği etkileyebileceği tartışmasına yer verilmiş ve iki değişken arasındaki potansiyel bağlantılar aydınlatılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda verisi elde edilen 9 gelişmiş OECD ülkesinin 1980-2015 dönemine ait yıllık verileri kullanılarak ampirik analiz gerçekleştirilmiştir. Ampirik analiz çerçevesinde öncelikle delta testi ile değişkenlerin eğim katsayısının homojenliği test edilmiş, sonrasında yatay kesit bağımlılık sınaması gerçekleştirilmiştir. Uygun birim kök testi ile serilerin durağanlık mertebesinde belirlenmesinin ardından Westerlund eşbütünleşme ve Dumitrescu ve Hurlin nedensellik analizleriyle değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki ve nedensellik araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, finansallaşma ve işsizlik oranı arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi ve çift yönlü bir nedenselliğin olduğu tespit edilmiştir. Böylece finansal faaliyetlerin boyutu işsizliği, işsizlikteki değişimler de finansal kanallara olan bağımlılığı etkilemektedir.

### Anahtar Kelimeler

Finansallaşma • İşsizlik • Politik ekonomi • Makroekonomik politikalar • Panel veri analizi

## Unemployment as a Significant Problem in the Process of Finance-dominated Capitalism: Debate and Analysis

### Abstract

This study aims at revealing the relationship between unemployment and the phenomenon of financialization which has significantly increased its impact of the 1980s. Within this framework, firstly, the ways which financialization may affect unemployment was discussed and the potential relationship between these two variables was tried to be elicited. In this context, the empirical analysis was conducted by using annual data, obtained confidently, for 1980-2015 period of nine developed OECD countries. Within the scope of the empirical analysis, the homogeneity of slope coefficient of the variables was tested on the basis of delta test, and then cross-sectional dependency test was carried out. After the determination of the order of stationarity of the series by employing unit root-test, the long-term relationship and the causality between the variables was investigated by Westerlund co-integration and Dumitrescu and Hurlin causality analyses. According to the results obtained, there is a long-term co-integration and bi-directional causality between financialization and unemployment. Thus, size of financial activity effects unemployment and changes in unemployment also effects the dependency on financial channels.

### Keywords

Financialization • Unemployment • Political economy • Macroeconomic policy • Panel data analysis

**1 Sorumlu Yazar:** Umut Üzar (Dr.), Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Trabzon, Türkiye. Eposta: [umut.uzar@gmail.com](mailto:umut.uzar@gmail.com) ORCID: 0000-0003-3438-1422

**Atf:** Üzar, U. (2019). Kapitalizmin finansallaşma sürecinde önemli bir sorun olarak işsizlik: Tartışma ve analiz. *SİYASAL: Journal of Political Sciences*, 28(1), 73-97. <http://doi.org/10.26650/siyasal.2019.28.1.0020>

## Extended Summary

The 1980s were the beginning of a radical restructuring process in the political economy of contemporary capitalism. The erosion of real capital accumulation in the 1970s and crisis conjuncture in which capitalism faces were tried to be overcome with a paradigm shift. Thus, neoliberal ideology and its politics have replaced the Keynesian paradigm. In this context, global economic architecture (system) has witnessed the processes of neoliberalism, globalization and finally financialization, after 1980. Even though the concept of financialization is dealt with in different approaches and the extent of its scope makes it difficult to make a clear definition, it is defined that financialization is a process whereby financial markets, financial institutions, financial motive, and financial elites gain major power over economic policy design and economic outcomes (Epstein, 2005; Krippner, 2005; Palley, 2007a; Orhangazi, 2008a).

Another development observed in the world economy in simultaneously with the financialization process has been the increase in the unemployment rate. Mainstream economists generally explain the causes of unemployment by labor market rigidities, education level, and work motivation (Snowdon ve Vane, 2005, s.404; Gonzalez ve Sala, 2014, s.596). On the other hand, how financialization affects unemployment is not much included in the mainstream analysis.

Discussions on the causes and consequences of financialization have increased rapidly in recent times. Looking at the relevant literature, financialization studies are generally focused on real capital accumulation and growth (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008b; Demir, 2008), crises (Akyüz ve Boratav, 2003; Lee ve Cheng; 2011) and income distribution (Van Arnum ve Naples, 2013; Flaherty, 2015; Stockhammer, 2017; Dünhaupt, 2017). On the other side, there have been deficiencies in the literature about a systematic analysis of how financialization can influence the unemployment rate through which mechanisms. This study is built on the view that the damage caused by the financialization process on real economic activities affects the job creation and unemployment rate. Within this framework, four different channels have been defined in which financialization will affect the unemployment rate in this study. The four potential explanations of the relationship between financialization and the unemployment rate are as follows:

- Shareholder value orientation on non-financial corporates (NFC)
- Income inequality caused by financialization
- the replacement of full employment macroeconomic policy with low inflation targeting policy
- Financial crises and its impacts on the real economy

These developments may affect the unemployment rate by eroding real capital accumulation and production capacity in the economy.

The aim of the study is to analyze the relationship between financialization and unemployment rate in 9 OECD countries<sup>1</sup> during 1980-2015 by means of panel co-

---

1 The countries investigated in the study are as follows: Austria, England, Finland, France, Germany, Holland, Italy, Sweden, and the United States.

integration and causality methods. The study is thought to contribute to the literature due to the lack of empirical analysis of the relationship between financialization and unemployment. In this study, the share of finance, insurance and real estate sectors (FIRE) in total value added is used as financialization variable. FIRE is a commonly used financialization variable because it is a comprehensive indicator (Van Arnum ve Naples, 2013; Flaherty, 2015; Darcillon, 2015). This data is gathered from EU-KLEMS. Unemployment rate (UNEMP) data is obtained from the World Bank World Development Indicators (WDI) database.

Firstly, homogeneity of the slope coefficient is carried out by way of delta test developed by Pesaran and Yamagata (2008). Thus, the slope coefficient is concluded to be homogeneous. Subsequently, the presence of cross-sectional dependence is revealed by Breusch and Pagan (1980) and Pesaran (2004) tests. Whether the series contains a unit root has been investigated via the second generation Pesaran (2007) CADF unit root test taking cross-sectional dependence into account. Both FIRE and the unemployment rate possess unit at levels but when the first-difference of the series is taken, both series become stationary. After finding that the series were stationary at first-difference, the long-term relationship between the variables is examined by Westerlund (2007) ECM test. According to Westerlund (2007) ECM, there is a long-term relationship between financialization and unemployment rate. In other words, the series are co-integrated. Finally, the causality relationship between the variables is examined by Dumitrescu and Hurlin (2012) panel causality test. It is found evidence of bidirectional causality between variables. In other words, financialization is the cause of unemployment and vice versa.

The results of the study show that financialization for the countries examined affects unemployment. In the financialization era, the decrease in real capital accumulation, shift of macroeconomic policies, the deterioration in income distribution and the financial crises may constitute the potential mechanisms of increasing the unemployment rate. Another important result of the study is the determination of causality from unemployment to financialization. The increasing unemployment rate creates people who are deprived of income. In the conjuncture where the unemployment rate rises, people have to use their savings or borrow from financial institutions to keep up their basic needs. Increasing borrowing through credit cards and consumer credits also may raise the share of the financial sector in value added.

These results may play an important role in policymaking. Firstly, the control and regulations on financial markets should be increased in these countries. This situation is very important in reducing the destructive effects of financialization. Secondly, The speculative activities of NFC's have to be reduced. Increasing real economic activities will create new job opportunities and reduce the unemployment rate. Finally, full employment policies should be returned.

## **Kapitalizmin Finansallaşma Sürecinde Önemli Bir Sorun Olarak İşsizlik: Tartışma ve Analiz**

20. Yüzyılın son çeyreği, çağdaş kapitalizmin politik ekonomisinde köklü bir yeniden yapılanma döneminin başlangıcı olmuştur. 1970’li yıllarda sermaye birikiminin tıkanması ve kapitalizmin içinde bulunduğu çıkmaz yeni bir paradigmayla aşılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda küresel iktisadi mimari; neoliberalizm, küreselleşme ve son olarak da finansallaşma süreçlerinin bir sonucu olarak finansa dayalı bir dönüşüm geçirmiştir. Özellikle serbestleşme, kuralsızlaştırma politikaları ve teknolojik yeniliklerin finansal alana uygulanması bu süreci hızlandırmış ve boyutlarını olağanüstü artırmıştır.

Dünya ekonomisinde finansallaşma süreciyle eş anlı gözlemlenen bir diğer gelişme ise işsizlik oranındaki yükselme olmuştur. İşsizlik oranının yükselmesi, üretim ve gelir kaybı gibi ekonomik; psikolojik travmalar gibi sosyal maliyetler yaratması nedeniyle toplumlar için oldukça önemli bir sorundur. İşsizliğin nedenlerine dair tartışmalara bakıldığında emek piyasası kurumlarındaki katılık, eğitim seviyesi ve çalışma motivasyonu vb. konular ön plana çıkmaktadır (Snowdon ve Vane, 2005, s.404; Gonzalez ve Sala, 2014, s.596). Fakat 1980 öncesi özellikle gelişmiş ülkelerde, istihdam konusunda elde edilen kazanımların bu dönemle birlikte aşınmaya başlaması ve bahsedilen maliyetlerin giderek ağırlaşması, finansal kapitalizmi olağan bir şüpheli haline getirmiştir.

Son yıllarda finansallaşmanın neden ve sonuçlarına ilişkin tartışmalar hızla artmıştır. Çalışmaların sabit sermaye yatırımları ve büyüme (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008b; Demir, 2008), krizler (Akyüz ve Boratav, 2003; Lee ve Cheng; 2011) ve gelir dağılımına (Van Arnum ve Naples, 2013; Flaherty, 2015; Stockhammer, 2017; Dühaupt, 2017) odaklandığı görülmüştür. Buna karşın finansallaşmanın istihdamı hangi mekanizmalar aracılığıyla ve nasıl etkileyebileceğinin sistematik analizi konusunda eksiklikler gözlemlenmiştir.

Bu bağlamda öncelikle finansallaşma ve işsizlik arasındaki potansiyel bağlantıların açığa çıkarılması büyük önem taşımaktadır. Çalışma, finansallaşmanın reel sektör yatırımları ve gelir dağılımındaki aşınma, iktisat politikalarındaki dönüşüm ve finansal krizler aracılığıyla işsizliği artırabileceği görüş ve ipuçları üzerine inşa edilmiştir. Buradan hareketle 1980-2015 dönemi için verisi elde edilen 9 gelişmiş OECD ülkesi, ekonometrik olarak analiz edilerek, finansallaşma ve işsizlik oranı arasındaki bağlantıların daha net bir biçimde ortaya konulması amaçlanmıştır.

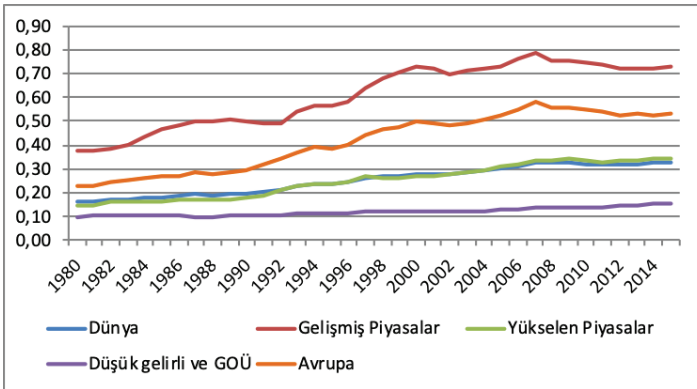
Çalışmanın geri kalan kısmı beş temel bölümden oluşmaktadır. Giriş niteliğindeki bu bölümü takip eden kısımda finansallaşma kavramının geniş ve karmaşık doğasına değinilerek, farklı ele alınışları incelenmiştir. Takip eden bölümde finansallaşma ve işsizlik arasındaki potansiyel mekanizmalar ortaya konulmaya çalışılmıştır. İzleyen bölümde öncelikle kapsam, veri ve metodoloji hakkında bilgi verilerek, panel eşbütünlük ve nedensellik yöntemleriyle ekonometrik analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışma bulguların değerlendirilmesi ve sonuç bölümleriyle tamamlanarak, elde edilen bulgular yorumlanmış ve bazı öneriler sunulmuştur.

### **Finansallaşma: Kavram ve Tartışma**

Son çeyrek yüzyıla bakıldığında finansallaşmanın, politik ekonominin en popüler ve tartışmalı alanlarından biri olduğu görülmektedir. Keynesyen “Altın Çağ” döneminin

girdiği yapısal krizin bir sonucu olarak, reel ekonomide karlı yatırım olanaklarının azalması, finansal serbestleşme ve düzenlemelerin ortadan kaldırılmasıyla birlikte finansallaşma olgusu da güçlenmeye başlamıştır. Kuşkusuz kavram üzerindeki tartışmalar, finansallaşmanın kapsamını genişletmekte ve onu karmaşıklştırmaktadır. Finansallaşma kavramının farklı şekillerde ele alınışı ve kapsamının genişliği, net bir tanımının yapılmasını zorlaştırır da en genel şekliyle, finansal piyasa, güdü, aktör ve kurumların, ulusal ve uluslararası düzeyde artan etkisi olarak tanımlanmaktadır (Epstein, 2005; Krippner, 2005; Palley, 2007a; Orhangazi, 2008a). Foster (2011, s.17), bildiği kadarıyla finansallaşma kavramının ilk olarak saygın Marksist dergilerden biri olan “Monthly Review” da bir kitap değerlendirme yazısında Bertram Gross tarafından kullanıldığını belirtmiştir. Aslına bakılırsa finansın ekonomiler içindeki önemli rolü çok daha eskiye dayanmasına karşın, popüler ve verimli bir çalışma alanı haline gelmesi 1970’li yıllara dayanmaktadır. 1970’li yıllarda başlayan krizler silsilesi, II. Dünya Savaşı’ndan 1960’lı yılların sonuna kadar uygulanan ve önemli kazanımların elde edildiği Keynesyen dönemi sona erdirmiştir. Keynesyen iktisadın zayıflamasıyla ortaya çıkan paradigma boşluğu kuralsızlaştırma, serbestleştirme ve piyasa temelli neoliberal politikalarla ikame edilmiştir. Öncelikle gelişmiş ülkelerde başlayan finansal serbestleştirme süreci, gelişmekte olan ülkeleri de kapsayacak şekilde genişlemiştir. Böylece ekonomik büyüme ve tam istihdam hedeflerini önceleyen Keynesyen dönemde, uzun vadeli yatırım projelerini ucuz kredilerle destekleyen finans sistemi önemli bir dönüşüm geçirmiştir. Petrol krizinin ağırlaştırdığı bir sorun olan kar oranlarının düşme eğilimi, enflasyon oranında yükselme ve sabit döviz kuru sisteminin çökmesi, spekülasyon yönü ağır basan finansallaşma sürecinin önünü açmıştır (Orhangazi, 2008a, s.145).

Şekil 1, IMF tarafından oluşturulan bir finansal gösterge olan finansal gelişme endeksinin (financial development index) yıllar içindeki seyrini göstermektedir. Bu bağlamda çeşitli bölgelerde ve dünyada finansallaşmanın yıllar içinde önemli bir güç kazandığını göstermesi açısından önemlidir. Finansal gelişme endeksi ülkelerin finansal kurumlar (financial institutions) ve piyasalarının (financial markets) derinliğini (depth), erişimini (access) ve verimliliğini (efficiency) yansıtan bir göstergedir. Görüldüğü üzere, gelişmiş piyasa ve Avrupa ülkelerinde 1980 yılından bu yana finansal kurum ve piyasalar



Şekil 1  
Finansal Gelişme Endeksi

**Kaynak:** IMF International Financial Statistics

hızla derinleşmiştir. Yükselen piyasa ekonomilerinde finansal gelişme yüksek bir seviyede olmamasına karşın, yıllar itibariyle önemli bir artış sergilemiştir. Düşük geliri ve gelişmekte olan ülkelere bakıldığında finansal alanın yeterli seviyede derinleşemediği ve bu çerçevede finansal gelişmenin sağlanamadığı görülmektedir.

Finansal piyasaların küreselleşmesi, iktisat politikalarının yapımında finans sektörünün belirleyiciliği, sermaye birikiminin finansal piyasalar aracılığıyla sağlanması, banka temelli finansal sistemin sermaye piyasası temelli finansal sisteme kıyasla güç kaybetmesi ve finansal olmayan işletmelerin yönetim ilkeleri ve yatırım kararlarındaki değişimler, finansallaşma kavramı içinde yer almaktadır (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008a; Lapavitsas, 2009). Ayrıca Monthly Review Okulu'nu temsil eden Sweezy ve Baran (2007), Foster ve Magdoff (2008) ve Harvey (2010), finansallaşmayı, kapitalizmin 1970 sonrası yapısal durgunluğunun aşılmasını sağlayacak toplam talep artışının bir unsuru olarak görmektedir. Bu geniş kapsama karşın, literatürde genellikle finansallaşmanın makro ve mikro düzeydeki sonuçlarına odaklanıldığı görülmektedir (Orhangazi, 2008a, s.135). Finansallaşmanın makro ve mikro düzeydeki sonuçları bu çalışma için oldukça önemlidir. Çünkü finansallaşma ve işsizlik arasındaki ilişki, bu mikro ve makro düzeydeki gerçekleştirmelerin reel üretim ekonomisi üzerindeki olumsuz etkisi aracılığıyla kurulmaktadır.

Finansallaşmanın makro düzeydeki sonuçlarını inceleyen çalışmalar, finansallaşma olgusunun sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkilerine odaklanmıştır. Bu çerçevede finans piyasalarının giderek bu firmaların karar süreçlerinde etkinliğini artırmaları diğer yandan da finansal alandaki karların çekiciliği, bu süreci besleyen önemli faktörler olmuştur. Boyer (2000), Stockhammer (2004), Demir (2008) ve Orhangazi (2008b) yaptıkları çalışmalarda, reel kesim firmaların finans piyasalarıyla olan ilişkilerindeki değişimle birlikte, reel yatırımların güç kaybettiğine işaret etmişlerdir. Bu çalışmalarda finansallaşma kavramı, şirketlerin faaliyetlerini giderek finansal alana kaydırması ve sabit sermaye yatırımlarına ayrılan kaynakların azalması bağlamında kullanılmıştır.

İncelenen makro düzeydeki çalışmalarla birlikte finansallaşmayı mikro düzeydeki sonuçları üzerinden inceleyen çalışmalarda literatürde önemli bir yer tutmaktadır. Lazonick ve O'Sullivan (2000), Froud ve ark. (2000), Bivens ve Weller (2004), Dallery (2009) ve Seo ve ark. (2016) finansallaşmayı, finansal olmayan şirketler ve bireyler özelindeki dönüşümü tasvir etmek amacıyla kullanmıştır. Çalışmaların ortak vurgusu, finansal sektörün, finansal olmayan şirketlerin yönetim ve yatırım stratejilerini radikal bir biçimde değiştirdiğidir. Lazonick ve O'Sullivan (2000, s.18), bu dönüşümü “topla ve yatır” (retain and reinvest) stratejisinden “küçül ve dağıt” (downsize and distribute) stratejisine geçiş olarak tanımlamaktadır. Bu bağlamda finansallaşma süreciyle birlikte finansal olmayan işletmelerin reel yatırımlara dayanan uzun vadeli bakış açısının yerini, finansal piyasalara dayalı kısa vadeli kar maksimizasyon prensipleri almıştır. Hissedar değeri yaklaşımı (shareholder value orientation) olarak adlandırılan bu süreçte, şirketlerin yönetiminde etkisini artıran kurumsal yatırımcıların çıkarları doğrultusunda hareket edilmeye başlanmıştır. Bu bağlamda firma kaynaklarının hisse fiyatlarını yükseltmek amacıyla hisse senedi geri alımı (stock buybacks), temettü (dividends) ve faiz (interest) ödemelerine ayrılması, finansal piyasalara önemli bir kaynak aktarımı yaratmaktadır.

## Finansallaşma ve İşsizlik: Potansiyel Bağlantılara Kısa Bir Bakış

Altın Çağ döneminde istihdam konusunda sağlanan başarı, 1970’li yıllarla birlikte güç kaybetmiştir. 1970’li yıllarda patlak veren iki petrol krizinin etkisiyle, başta OECD ülkeleri olmak üzere, işsizlik oranında bir yükselme eğilimi başlamıştır (Phelps ve Zoega, 1998, s.782; Rowthorn, 1998, s.26). Bu krizlerle birlikte enflasyonun giderek önemli bir sorun haline gelmesi ve enflasyon oranının düşürülmesinin öncelikli iktisadi amaç haline dönüşmesi, tam istihdam hedefinin ikincil bir düzeye çekilmesine neden olmuştur. Böylece Keynesyen dönemin tam istihdam politikalarının yerini enflasyon ve finansal piyasalara odaklanan yeni bir politika çerçevesi almıştır<sup>1</sup> (Palley, 2007b, s.14-15). Tablo 1, bu olguyu desteklemektedir. 1960’lı yıllar ve 1970’lerin başında birçok gelişmiş ülkede işsizlik oranı düşük seyrederken, 1970’lerin sonuyla birlikte artmaya başlamıştır.

Tablo 1

*İşsizlik Oranı (%): Keynesyen ve Neoliberal Dönem Arası Bir Karşılaştırma*

	1960-4	1965-72	1973-79	1980-87	1988-95	1996-99	2002	2007	2015
<b>Avustralya</b>	2.5	1.9	4.6	7.7	8.7	7.9	6.3	4.3	6.0
<b>Avusturya</b>	1.6	1.4	1.4	3.1	3.6	4.3	4.3	4.8	5.7
<b>Belçika</b>	2.3	2.3	5.8	11.2	8.4	9.2	7.3	7.4	8.4
<b>Kanada</b>	5.5	4.7	6.9	9.7	9.5	8.7	7.7	6.0	6.9
<b>Danimarka</b>	2.2	1.7	4.1	7.0	8.1	5.3	4.5	3.8	6.1
<b>Finlandiya</b>	1.4	2.4	4.1	5.1	9.9	12.2	9.1	6.8	9.3
<b>Fransa</b>	1.5	2.3	4.3	8.9	10.5	11.5	8.7	7.6	10.3
<b>Almanya</b>	0.8	0.8	2.9	6.1	5.6	7.4	6.8	8.6	4.6
<b>İrlanda</b>	5.1	5.3	7.3	13.8	14.7	8.7	4.4	4.6	9.4
<b>İtalya</b>	3.5	4.2	4.5	6.7	8.1	9.9	7.4	6.0	11.
<b>Japonya</b>	1.4	1.3	1.8	2.5	2.5	3.9	5.4	3.8	3.3
<b>Hollanda</b>	0.9	1.7	4.7	10.0	7.2	4.5	2.8	3.1	6.8
<b>Norveç</b>	2.2	1.7	1.8	2.4	5.2	3.8	3.9	2.4	4.3
<b>Yeni Zel.</b>	0.0	0.3	0.7	4.7	8.1	6.8	5.2	3.6	5.3
<b>Portekiz</b>	2.3	2.5	5.5	7.8	5.4	6.0	5.1	7.9	12.4
<b>İsveç</b>	1.2	1.6	1.6	2.3	5.1	8.6	4.9	6.1	7.4
<b>İsviçre</b>	0.2	0.0	0.8	1.8	2.8	3.5	2.6	3.6	4.8
<b>UK</b>	2.6	3.1	4.8	10.5	8.8	6.8	5.1	5.2	5.3
<b>ABD</b>	5.5	4.3	6.4	7.6	6.1	4.8	5.8	4.6	5.2

**Kaynak:** Layard ve ark. (2005) ve Dünya Bankası (WDI)

Geleneksel makro iktisat teorisi, tam istihdam ve düşük/istikrarlı enflasyonun aynı anda gerçekleşmesinin mümkün olmadığını kurumsallaştırmıştır. Paradigma değişimi sonrası, işsizlik sorunu “doğal işsizlik oranı” çerçevesinde ele alınmıştır (Palley, 2007b, s.23; Palley, 2012, s.40; Gonzalez ve Sala, 2014, s.596). Doğal işsizlik oranı çerçevesinde para politikası uygulamalarının uzun vadede işsizlik oranını etkilemeyeceği belirtilmiştir.

1 Enflasyon ve işsizlik oranları arasındaki kısa dönem ödünleşim ilişkisinin teorik çerçevesini Philips Eğrisi oluşturmaktadır. Bu bağlamda enflasyon oranının düşürülmesi işsizlik oranını doğal seviyesinde tutmakla mümkündür. Bu durum aynı zamanda reel ücretlerinde belirli bir patikada kalmasını sağlamaktadır. Çünkü reel ücretlerdeki artışların enflasyonist etkileri, politika yapımcılar için bir sorun olarak görülmektedir (Palley, 2007b, s.21).

2 Phelps (1967) ve Friedman (1968), beklenen ve gerçekleşen enflasyonun eşitlendiği dengede gerçekleşen işsizlik oranını doğal işsizlik oranı olarak tanımlamışlardır. Enflasyon oranını hızlandırmayan işsizlik oranı (NAIRU) ise daha çok Keynesyen iktisatçılar tarafından kullanılan bir kavramdır. Aralarında bazı farklılıklar olmasına karşın birbirinden çok farklılaşmayan ve birbirini ikame eden kavramlar olarak kullanılmaktadır (Snowdon ve Vane, 2005, s.403).

Bu yaklaşım ekonominin kurumsal yapısı tarafından belirlenen doğal işsizlik oranına otomatik ve hızlıca ulaşılacağına altını çizmektedir. Bu çerçevede para politikasının etkisizliği ve genişletici politikaların enflasyonist etkilerinin olacağı vurgusu, para politikalarının tam istihdam amacı çerçevesinde şekillenmesini engellemiştir.

Bu bağlamda doğal işsizlik oranı veya NAIRU (enflasyon artışına sebep olmayan işsizlik oranı) özelinde şekillenen ana akım yaklaşımlar, işsizlik sorunun temel belirleyicileri olarak emek piyasası kurumlarını, eğitim kalitesini ve düşük motivasyon seviyesini ön plana çıkarmaktadır (Gonzalez ve Sala, 2014, s.596). Böylece işsizlik oranındaki yükselme, emek piyasalarının esnekleştirilememesi, güçlü işçi sendikaları, işsizlik tazminatları ve yardımları, asgari ücret uygulaması ve istihdam koruma mevzuatları çerçevesinde açıklanmaktadır (Snowdon ve Vane, 2005, s.403).

Emek piyasasındaki sorunların aşılmasında eğitim seviyesi, çalışma motivasyonu ve karlılık durumu önemli belirleyiciler olmasına karşın, üretken yatırım kapasitesindeki artışın iş yaratma ve işsizliği azaltma konusundaki işlevinin oldukça kritik olduğu belirtilmektedir (Rowthorn, 1995, s.27; Palley, 2007b, s.22; Assa, 2012, s.35; Gonzalez ve Sala, 2014, s.596-597). Bu çerçevede özellikle imalat sanayii ve ticarete konu olan malların üretimini gerçekleştirecek yatırım artışları, işsizlik oranını azaltma hususunda kritik bir rol oynayacaktır. Çünkü verimli yatırımlardaki artışlar ve bunun bir sonucu olarak gerçekleşecek istihdam artışı, gelirleri ve toplam talebi artıracaktır. Kazançların artması aynı zamanda beşeri sermayeyi güçlendirerek çalışanların donanımını yükseltecektir. Bu çerçevede gelir ve toplam talepteki artış, yeni yatırımları ve iş yaratımını teşvik edecektir.

Bu gerçekleştirmeler ışığında finansallaşma ve işsizlik arasındaki ilişki, temel olarak reel sermaye yatırımları aracılığıyla kurulmaktadır. Sermaye yatırımlarındaki artış, yeni iş olanakları yaratıp, istihdamın sürekliliğini sağlarken, var olan sabit sermaye yatırımlarının ortadan kaldırılması ise bazı işleri yok ederek işsizlik oranını artıracaktır. Bu çerçevede finansallaşma süreciyle birlikte, finansal olmayan şirketlerin finansal yatırımlardan elde ettiği karlılığın artması ve hissedarların artan etkisiyle birlikte kaynakların faiz/temettü ödemeleri ve hisse senedi geri alımına aktarılması, reel yatırımlar için ayrılan kaynakların azalmasına neden olmaktadır. Böylece finansallaşma çerçevesinde yeni yatırımlar yapma konusundaki isteksizlik ve mevcut reel faaliyetlerin terkedilmesi istihdam kapasitesini de önemli bir şekilde etkilemektedir.

Bu bağlamda finansallaşma, istihdam düzeyini farklı kanallar üzerinden de etkileyebilir. Palley (2007a, s.17), Argitis ve Michopoulou (2011, s.145-146) ve Stockhammer (2017, s.10), reel sektörden finansal sektöre gelir aktarımının, gelir dağılımını bozacağını vurgulamakta ve marjinal tüketim eğilimi yüksek olan kesimlerin yoksullaşmasıyla önemli bir toplam talep sorunun ortaya çıkacağını vurgulamaktadır. Böylece toplam talepteki azalma, yatırımları, istihdamı ve büyümeyi aşındırma potansiyeli taşımaktadır. Bununla birlikte finansallaşma olgusunun iktisat politikalarının tasarımında yarattığı eksen kayması, işsizlik üzerinde potansiyel etkilere sahip olacaktır. Bu çerçevede tam istihdamdan ziyade enflasyonu hedefleyen ve bu yönde para ve maliye politikası oluşturan ekonomilerde, toplam talep ve iş yaratımı zayıflayacaktır. Palley (2007b, s.20), bu süreci makro politikaların sınıfsal karakterinin değişimi olarak tanımlamaktadır. Son olarak finansallaşmanın tetiklediği krizlerin yarattığı iktisadi durgunluk, kısa ve orta vadede önemli oranda işsizlik yaratabilmektedir (Assa, 2012, s.35).



## Finansal Olmayan İşletmelerde Hissedar Değeri Yaklaşımı ve Artan Finansal Yatırımların İşsizlik Üzerindeki Etkisi

Finansallaşma sürecinin hız kazanmasının başat unsurlarından biri de hissedar değeri yaklaşımıdır. Hissedar değeri yaklaşımı, finansal olmayan şirketlerin yönetim ve karar alma süreçlerinde meydana gelen değişim ve hissedarların süreçte oynadıkları önemli rolü betimlemektedir. 1980’li yıllarda neoliberal dönüşümün önemli figürleri olarak görülen Ronald Reagan ve Margaret Thatcher’ın iktisadi alandaki reformlarından biri olarak ilk kez ABD ve İngiltere’de ortaya çıkmıştır. 1990’lı yılların sonuna doğru ise Almanya, Fransa, Japonya ve İsveç gibi büyük çaplı şirketlere sahip ülkelerde hissedarların etkisi ön plana çıkmaya başlamıştır (Lazonick ve O’Sullivan, 2000, s.14). Hissedarların artan etkisi gelişmiş ülkelerle sınırlı kalmayarak gelişmekte olan ülkelerde de kendini göstermeye başlamıştır (Bonizzi, 2013, s.89).

II. Dünya Savaşı’nı takiben başta gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetler uzun vadeli bir perspektifle gerçekleştirilmiştir. Reel sermaye birikiminin öncelendiği bu dönemde elde edilen gelirler, yeni yatırımlara aktarılmış ve istihdam sürekli canlı tutulmuştur. Bu dönemde iktisadi büyüme oranında da önemli bir ivme yakalanmış ve dönem boyunca sürdürülebilir kılınmıştır. Bahsedilen çerçeve, ampirik sonuçlarla da oldukça tutarlıdır. 1961-1975 döneminde bir bütün olarak dünyanın yıllık ortalama büyüme oranı % 5,2 iken; finansallaşmanın ortaya çıkıp baskın bir figür haline geldiği 1980-2015 döneminde yıllık ortalama büyüme oranı % 2,9’a düşmüştür (Eşiyok, 2016, s.62).

Dünya ekonomisinde meydana gelen bazı gelişmeler, şirketlerin reel yatırımlar çerçevesinde şekillenen uzun vadeli hedeflerinin zayıflamasına neden olmuştur. Özellikle ABD’de şirketlerin birleşme ve ele geçirmelerle oldukça büyümesi, yatırım ve stratejik kararlarda bazı yavaşlamalara neden olmuştur. Aynı zamanda Almanya ve Japonya gibi yeni endüstri devlerinin giderek güçlenmesi rekabeti arttırmış, şirket yönetiminde stratejik bir değişimi gerekli kılmıştır (Lazonick ve O’Sullivan, 2000, s.15).

Bu bağlamda şirket yönetiminde kurumsal yatırımcılar giderek etkin bir konuma gelmiştir. Böylece kurumsal yatırımcıların şirket yönetimindeki gücü, şirket stratejilerine de yansımış ve istihdam kapasitesi yüksek, uzun vadeli yatırımlardan ziyade; kısa vadeli karlılık hedefleri ön plana çıkmıştır. Lazonick ve O’Sullivan (2000)’in “topla ve yatır” stratejisinden “küçül ve dağıt” stratejisine geçiş olarak tanımladığı bu süreçte, hissedarların çıkarları doğrultusunda şirketlerin hisse senedi fiyatlarını yükseltmek için hisse senedi geri alımları ile temettü ve faiz ödemeleri yükselmiştir<sup>3</sup>. Bu durum şirket karlarının finansal piyasalara aktarılan kısmını arttırmıştır. Böylece kısa vadede karlarını maksimize etmeye çalışan hissedarlar, şirket kaynaklarının önemli bir kısmına el koymuş ve reel yatırımlara ayrılacak fonların azalmasına neden olmuştur (Aglietta ve Breton, 2001, s.433; Stockhammer, 2004, s.727; Orhangazi, 2008a, s.158; Demir, 2008, s.1; Argitis ve Michopoulou, 2011, s.147; Hein ve Schoder, 2011, s.696; Köhler ve ark. 2016, s.8; Döğüş, 2018, s.46).

3 Belirtilmesi gereken bir unsurda, işletme yöneticilerinin ve hissedarların çıkarlarının her zaman uyumlaştırılmayacağıdır. Böyle bir durumda iki seçenek oluşmaktadır. İlki, yönetici ve hissedar çıkarlarının aşgari müşterekte örtüşürülmesidir. Bunun için yöneticilere bir hisse opsiyonu sunulması, hisse senedi fiyat artışlarından faydalanması sağlanmıştır. İkincisi ise yöneticilerin alacağı yanlış kararlarının bir ceza mekanizmasına tabi tutulmasıdır. Bu çerçevede kurumsal yatırımlar, hisse senetlerinin çoğunluğunu satın alıp şirketi ele geçirecek, yöneticileri görevlerinden uzaklaştırabilir (Gillan, 2006, s.391; Orhangazi 2008a, s.150; Dallery, 2009, s.502).

Finansal faaliyetlerdeki artan karlılık, finansal olmayan işletmelerin finansal piyasalarla bütünleşmesinin bir diğer biçimi olmuştur. Ana faaliyetlerinde elde edemediği karları, özellikle yüksek faiz geliri ve egzotik finansal ürünler aracılığıyla sağlaması, işletmelerin reel faaliyetlerinde bir zayıflamaya neden olarak, finansal faaliyetlerini artırmıştır. Böylece belirsizlik ve risk taşıdığı düşünülen reel yatırımlar giderek azalmaya başlamıştır.

Hissedar değeri yaklaşımı ve finansal aktivitelerden sağlanan karlar, finansal olmayan işletmelerin temel faaliyet alanları olan reel sektör yatırımlarını zayıflamaktadır. Bu bağlamda mevcut faaliyetler ve yeni yatırımlardaki azalma emek piyasası ve istihdam üzerinde bazı etkiler yaratmaktadır. Bu durum iş kayıplarına ve yeni işlerin yaratılmamasına neden olmaktadır. Özellikle imalat sanayiindeki durgunluk, sendikalaşma oranı yüksek ve görece yüksek ücretli iş olanaklarını ortadan kaldırmaktadır. Bununla birlikte bu sektördeki istihdam kaybının yükselen finans ve nitelik gerektirmeyen hizmet sektörleriyle telafi edilmeye çalışılması bazı riskleri de beraberinde getirmektedir (Tridico, 2012, s.26). Bu sektörlerde işlerin çok kalıcı olmaması, ücretlerin düşük olması ve ekonomideki bir durgunluk karşısında işlerin hızlı bir şekilde kaybolma riski, emeği olumsuz etkilemektedir. Bu çerçevede hissedar değeri yaklaşımı ve artan finansal karlılık nedeniyle reel yatırımlarının giderek azalması, emek piyasalarını olumsuz etkileyerek, işsizlik oranını yükseltebilecektir.

Önemli bir diğer husus da küreselleşme, neoliberalizm ve finansallaşma olgularının dönüştürdüğü insan kaynakları yönetimidir. Yeni insan kaynakları politikalarıyla birlikte kurumsal şirketler, maliyetlerini minimum düzeye çekerek, kar payını yükseltmeye çalışmaktadır. Bu bağlamda hissedarların şirket yönetiminde etkin olmaya başlamasıyla, çalışan sayısı en aza indirilmiş ve iş güvencesi olabildiğince azaltılmıştır (Darcillon, 2015, s.480). Böylece ele geçirme, devralma ve özelleştirmelerin hızlandığı bu süreçte öncelikle emek piyasaları esnekleştirilmiş, çalışan sayısı azaltılmış, işe alımlarda “tam zamanında işe alım” (in-time hiring) stratejisi (Khemraj ve ark., 2006, s.8) uygulanmıştır. Tüm bu gelişmeler emekten tasarruf edilmesine neden olarak istihdam olanaklarını azaltmış ve işsizliğin belirli bir patikaya yerleşmesine neden olmuştur.

### **Finansallaşmanın Neden Olduğu Gelir Dağılımındaki Adaletsizliğin İşsizlik Üzerindeki Etkisi**

Gelir dağılımı çalışmalarında temel belirleyiciler olarak emeğin ve servetin dağılımı, faktör fiyatları, eğitim politikası, makroekonomik ve demografik faktörler, kayıt dışı çalışma ve sosyal normlar ön plana çıkmaktadır (Özgüler, 2014, s.64-67). Bu çerçevede gelir dağılımı çalışmalarında finansallaşma olgusu genellikle ihmal edilmiş ve iki değişken arasındaki potansiyel ilişki çok az analiz edilmiştir. Buna karşın finansallaşma seviyesi ve gelir dağılımı bozukluklarının çok keskin olduğu bir konjonktürde patlak veren 2008 Küresel Krizi sonrası konuya olan ilgi hızla artırmıştır (Stockhammer, 2012, 2017; Köhler ve ark., 2016; Dünhaupt, 2017; Üzar, 2017).

Neo-klasik geleneğe bağlı ana akım yaklaşımlar, genellikle finansal derinliğin kaynak kısıtını ve maliyetleri azaltıp, girişimciliği teşvik ederek, iktisadi faaliyetleri ve gelir dağılımını iyileştireceğini vurgular (Mishkin, 2011, s.23). Diğer yandan heterodoks iktisatçılar, finansallaşma ve gelir dağılımı arasındaki ilişkiye şüpheyle yaklaşmaktadır. Bu ele alış biçimine göre finansal sektörün artan gücü, çeşitli kanallar aracılığıyla gelir dağılımını bozmaktadır. Palley (2007a, s.3), hissedar değeri yaklaşımı çerçevesinde reel

sektörden finans sektörüne bir gelir transferi olduğunu ve ücretler ile verimlilik artışlarında makasın ücret aleyhine açılmasının gelir dağılımını bozduğunu belirtmiştir. Hein (2015, s.921), finansallaşmanın gelir dağılımı üzerindeki potansiyel etkisini kapsamlı bir şekilde ele alarak, yedi potansiyel olgu tanımlamıştır: (i) artan hissedar değeri yaklaşımı ve kısa vadeli yönetim anlayışı, (ii) yükselen temettü ödemeleri, (iii) artan faiz oranları ve ödemeleri, (iv) yönetici ve CEO gelirlerindeki yükselme, (v) finansal olmayan şirketlerin finansal piyasalara artan ilgisi, (vi) birleşme ve ele geçirmeler, (vii) uluslararası ticaret ve finansın serbestleşmesi gelir dağılımını bozmaktadır. Dünhaupt (2017, s.289-290), ticaret ve finansal işlemlerin küreselleşmesi ve hissedar değeri yaklaşımını ön plana çıkarmaktadır. Stockhammer (2012, s.54-55), finansal küreselleşmeye dikkat çekerek, siyasal ve iktisadi gücün emekten sermayeye evrildiğini vurgulamış ve ücretlerdeki aşınmanın gelir dağılımını bozduğuna işaret etmiştir.

Literatürde gelir eşitsizliği ve işsizlik arasındaki ilişkinin yönüne bakıldığında, işsizliğin bir neden, gelir eşitsizliğinin bir sonuç olduğu vurgulanmaktadır (Monfort ve ark., 2018; Stiglitz, 2016; OECD, 2015). İşsizliğin ilk etkisi kişiyi gelir elde ediniminden yoksun bırakarak gelir kaybı yaratmasıdır. İşsizlik oranının yüksek olduğu ülkelerde, gelir kaybı yaşayan kişilerin fazla olması gelir dağılımını bozacaktır. Bu bağlamda gelir eşitsizliği ve işsizlik arasında bu tür bir nedensellik ilişkisiyle birlikte, yüksek eşitsizliklerden işsizlik oranına bir nedensellik ilişkisinin olduğu da söylenebilir. Stockhammer (2015), özellikle ücret gelirlerinin aşındığı ve eşitsizliklerin yükseldiği ücret-çekişli (wage-led) bir ekonomide<sup>4</sup>, tüketim talebinde meydana gelen azalmanın makroekonomik istikrarı olumsuz etkileyeceğini belirtmektedir. Marjinal tüketim eğilimi yüksek olan ücretlilerin tüketim harcamalarının azalması, iktisadi aktiviteleri durgunlaştırarak istihdam kayıplarının yaşanmasına neden olabilecektir (Palley, 2016, s.15).

Teorik olarak finansallaşmanın gelir dağılımı ve toplam talep üzerindeki etkisi oldukça mantıklı görünmesine karşın, aynı zamanda finansal kısıtlamaların azalmasının bu olumsuzları telafi edici bir özelliğe sahip olduğu söylenebilir. Artan eşitsizlikler ve bunların toplam talep ve dolayısıyla istihdam potansiyeli üzerindeki etkileri borçlanma aracılığıyla zayıflayabilir. Finansallaşmanın önemli sonuçlarından biri de azalan finansal kısıtlamalar nedeniyle yükselen hanehalkı borçluluğudur (Palley, 2012, s.41). Bu çerçevede özellikle emekçiler gelir dağılımındaki bozulmanın yarattığı olumsuz etkiyi, finansal piyasalardan borçlanarak azaltmakta ve yaşam standartlarını sürdürecektir harcamaları yapabilmektedir.

### **Finansallaşmayı Önceleyen İktisat Politikalarının İşsizlik Üzerindeki Etkisi**

Bretton Woods konferansından 1980 öncesine kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde iktisat politikalarının merkezinde tam istihdam ve kalkınma gibi hedefler olmuştur. Tam istihdam ve kalkınmayı destekleyen politikalar, ücret ve verimlilik artışlarını birbirine yaklaştırırken, ücretlerdeki iyileşme özellikle hanehalkı tüketim harcamalarını teşvik ederek, toplam talep, yatırımlar ve yurtiçi hasılayı yükseltmiştir.

<sup>4</sup> Bu çözümlene, ilgili ekonomide toplam talebin ücret çekişli olması halinde geçerlidir. Eğer ekonomi kar-çekişli (profit-led) ise, ücret payındaki azalma, tüketim talebini azaltmasına karşın, yatırım talebini artıracaktır. İşte bu noktada, gelirdeki yani iktisadi aktivitelerdeki toplam değişim, talep yapısının ücret veya kar çekişli olmasına göre değişecektir (Stockhammer, 2015, s.943). Onaran ve Obst (2016), bu tartışmayı merkeze aldıkları çalışmasında, toplam talep, büyüme ve dolayısıyla istihdamın motoru olarak ücret artışlarının önemine işaret etmişlerdir.

1970'li yıllardaki iktisadi ve toplumsal çalkantılar, Keynesyen büyüme modelini ortadan kaldırmıştır. Başta finansal piyasalar olmak üzere her türlü deregülasyon ve serbestleşme politikaları, iktisadi hedeflerin de değişmesine neden olmuştur. Petrol krizlerinin ağırlaştırdığı enflasyon problemi ve sermaye birikiminin giderek finansal kanallardan elde edilmesi, tam istihdam hedefinin terkedilerek yerine düşük enflasyon oranı hedefinin konulmasına neden olmuştur (Üzar, 2017, s.107). Enflasyonun başta gelişmiş ülkeler olmak üzere gerçek bir sorun olmasının yanı sıra, finansal piyasaların küresel entegrasyonu ve yabancı sermaye hareketlerinin sorunsuz bir şekilde sağlanması düşük ve istikrarlı enflasyon oranı hedefinin merkeze yerleştirilmesini gerektirmiştir. Bu çerçevede finansal araçlar aracılığıyla elde edilecek kazançların enflasyon karşısında aşınması, yatırımcıların motivasyonunu azaltacak ve yüksek enflasyona sahip ülkenin finansal piyasalarındaki yatırımlarını durduracaktır (Epstein, 2013, s.274; Stiglitz, 2016, s.316). Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanacak sıkı enflasyonist politikalar, ülkelerin kredi notunu yükselterek sermaye girişlerinin devamlılığını sağlayacak ve finansman olanaklarını çeşitlendirecektir (Üzar, 2017, s.124).

Bu çerçevede finansallaşmanın emek ve finansal sermaye arasındaki güç dengesinde yaratmış olduğu polarizasyon, iktisat politikalarının emek yanlısı bir çizgide oluşmasını engellemiştir. Finansal kurumların artan iktisadi ve politik gücü, iktisat politikalarında enflasyon hedeflemesini ön plana çıkarmasının yanı sıra, küresel bütünleşme, düzensizleştirme, serbestleşme, özelleştirme ve sendikaların zayıflamasında önemli bir katalizör olmuştur (Palley, 2016, s.11). Başta özelleştirme ve sendikaların zayıflamasının ekonomik sonuçları, emeğin pazarlık gücünün azalması, esnek ve yarı zamanlı çalışmanın yaygınlaşması ve düzenli işlerin giderek ortadan kaybolmasıdır.

Bu çerçevede finansallaşma çağında meydana gelen politika değişimlerinin istihdam düzeyini etkileme potansiyeline sahip olduğu söylenebilir. Çünkü doğal işsizlik oranı çerçevesinde kurumsallaşmış iktisadi anlayış, enflasyonu öcelemede ve istihdam politikalarına yeterince eğilmemektedir. Bir yandan neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşmanın iş yaratımı konusundaki başarısızlığı işsizlik oranını etkilerken, diğer yandan finansal akışkanlık için oldukça tehlikeli olan enflasyon oranını kontrol altına almak için uygulamaya konulan sıkı para ve maliye politikaları, bir noktada tüketim ve yatırım harcamalarını etkileyerek, istihdamı aşındırabilmektedir.

### **Finansal Krizlerin İşsizlik Üzerindeki Etkisi**

Finans sektörünün diğer sektörlerle kıyasla artan etkisi, bazı istikrarsızlıkları da beraberinde getirmekte ve bu istikrarsızlıkların reel ekonomiye yayılmasına neden olmaktadır. Finansal kuralsızlaştırma ve serbestleşme, gölge bankacılık sistemi gibi yeni finansal araçların ortaya çıkmasını ve yeni finansal araçların yaratılmasını sağlamıştır. Sektörün bu şekilde giderek büyümesi ve karmaşıklaşması, finansal piyasaları kırılganlaştırmakta ve kriz eğilimini güçlendirmektedir (Lee ve Cheng, 2011, s.21). Bu çerçevede Minsky (1992, s.8), finansal istikrarsızlık hipotezinde kapitalist ekonomilerin bir madeni paranın iki yüzü gibi istikrar yaratan ve o istikrarı bozan bir finansal yapıya sahip olduğunu belirtmiş ve sisteme içsel bir şekilde istikrarlı bir yapıdan istikrarsız bir yapıya sürükleneceğini vurgulamıştır.

Finansallaşmanın yaklaşık son 30-40 yıldır filizlenip giderek güçlenmesinde, finansal

denetim ve düzenlemelerin azaltılması ve teknolojik gelişmelerin sektöre entegre edilmesi başat rol oynamıştır. Finansal denetim/düzenlemelerin kaldırılması ve teknolojik gelişmeler sermaye hareketlerinin tüm dünyada oldukça aktif bir şekilde hareket etmesini sağlamış, türev araçlar ve menkul kıymetleştirme gibi karmaşık finansal araçların tasarımını sağlamıştır. Finansallaşma çağındaki tüm bu gelişmeler, yabancı sermaye hareketlerinin ulusal piyasalara çok hızlı giriş ve çıkış yapmasına, risk iştahının yükselmesine, finansal araçların giderek çeşitlenmesine, kredi arzının artmasına, bankaların yüksek kaldıraç oranlarıyla çalışmasına ve borçluluğun yükselmesine neden olmuştur. Bahsedilen bu gelişmeler kaçınılmaz bir şekilde makro göstergeleri etkilemekte ve piyasalarda risklerin birikmesine yol açmaktadır. Sermaye hareketlerinin hızlı bir biçimde ulusal sınırlar içinde hareket etmesi başta döviz kuru ve faiz olmak üzere birçok iktisadi değişkende önemli dalgalanmalar yaratır. Çeşitlenen finansal enstrümanlar (türev ürünler, menkul kıymetleştirme) ve sermaye hareketlerindeki artışa paralel bir şekilde iç piyasalarda bollaşan döviz, bankaları yüksek kaldıraçla çalışma noktasında motive eder ve yurtiçi kredi arzı giderek artar. Giderek daha fazla iktisadi ajan finansal piyasalar tarafından içerilir ve ilişkiler giderek karmaşıklaşır. Bir noktadan sonra finansal risklerin giderek birikmesi, finansal kırılganlığı artırarak, finansal krizlerin patlak vermesine neden olur.

Bu bağlamda Minsky (1992)'nin bahsettiği gibi ekonomilerin iyi olduğu dönemler, artan risk iştahı ve kredi genişlemesiyle tasvir edilebilir. Bu gelişmeler bir noktadan sonra sistemde kırılganlıklar yaratır ve onu istikrarsızlaştırır. Bu noktada yabancı sermaye, kur artış riskinden korunmak için elindeki yerli para cinsinden olan finansal varlıkları dövize çevirerek, ülkeyi terk eder. Bu bağlamda finansal sermayenin hızlı bir şekilde ülkeyi terk etmesi, kurlar üzerindeki baskıyı daha da artırarak, faizlerin yükselmesine ve/veya merkez bankasının döviz rezervlerinin azalmasına neden olur. Ayrıca finansal krizin patlak vermesiyle birlikte kredi riskinde meydana gelecek artış, yurtdışı piyasalardan borçlanma olanağını azaltacaktır. Böylece kaynak kısıtındaki artış bankaların kredi koşullarını sıkılaştırarak, kredi kullanımını azaltacaktır (Özatay, 2015,s.32).

Tüm bu gerçekleştirmeler ekonomide yatırım ve tüketim harcamalarının azalmasına neden olacaktır. Toplam talep ve iktisadi aktivitelerde gerçekleşen aşınma ise kaçınılmaz bir şekilde üretim, istihdam ve geliri azaltacaktır. Belirtilmesi gereken önemli bir unsur, iktisadi aktivitelerdeki azalma ve işsizliğin yükselmesinin eşanlı gerçekleşmeyeceğidir. Kriz dönemlerinde iktisadi büyümede gerçekleşen aşınma hemen işsizliği yükseltmemekte, etkisini gecikmeli bir şekilde göstermektedir. Keza kriz sonrası gerçekleşen canlanma sürecinde de, iktisadi büyümedeki artış, işsizliği gecikmeli bir şekilde azaltmaktadır.

## **Kapsam, Veri, Metodoloji ve Analiz**

### **Kapsam, Veri ve Metodoloji**

Finansallaşma olgusu, çeşitli mekanizmalarla işsizlik oranını etkileyebilme potansiyeline sahiptir. Finansallaşmanın sonuçlarına odaklanan literatüre bakıldığında kavramın daha çok sabit sermaye yatırımları ve büyüme (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008b), krizler (Akyüz ve Boratav; 2003; Lee ve Cheng, 2011) ve gelir dağılımıyla (Van Arnum ve Naples, 2013; Flaherty, 2015; Darcillon, 2015; Tunalı ve Özdemir, 2017; Stockhammer, 2017, Dünhaupt, 2017) ilişkilendirildiği görülmektedir. Bu çerçevede politik ekonomi perspektifinden ele alınan finansallaşma çalışmalarının işsizlik üzerindeki

etkisi arka planda kalmış ve sistematik bir çerçevede çok az analiz edilmiştir. Literatürde bu bağlamda yapılan kısıtlı çalışmalara bakıldığında finansallaşmanın işsizlik oranını artırdığı bulgulanmıştır (Assa, 2012; Gonzalez ve Sala, 2014). Bu nedenle bu çalışma, doğrudan ilişkilendirilmeyen finansallaşma ve işsizlik ilişkisi arasında daha fazla ampirik kanıt elde edilmesini, diğer çalışmalarda detaylı analiz edilmeyen teorik bağlantıların saptanmasını ve Türkçe politik ekonomi literatürünün zenginleştirilmesini amaçlamakta ve bu yönüyle literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu bağlamda çalışmada, finansallaşma ve işsizlik arasındaki ilişkiye odaklanılmıştır. 20. yüzyılın son çeyreğinden bu yana serpilip gelişmeye başlayan finansallaşma olgusunun işsizlik üzerindeki etkisi 1980-2015 dönemi için verisi elde edilen 9 OECD ülkesi bağlamında analiz edilmiştir. Analiz döneminin Keynesyen paradigmanın iflasını takip eden 1980'lerden günümüze kadar uzanması, finansallaşmanın tarihsel serüvenini ve etkisini detaylı bir şekilde kapsamını sağlamaktadır. Çalışma kapsamına alınan ülkeler, finansallaşma boyutlarından dolayı finansallaşma çalışmalarında genellikle analize dâhil edilen ülkelerden oluşturulmuştur.

Tablo 2

*Analiz Kapsamına Alınan Ülkeler*

Seçilmiş OECD Ülkeleri		
Almanya	Finlandiya	İngiltere
Amerika Birleşik Devletleri	Fransa	İsveç
Avusturya	Hollanda	İtalya

Çalışma kapsamında finansallaşma değişkeni olarak EU-KLEMS<sup>5</sup> (Avrupa Birliği İstatistik ve Analiz Projesi) veri tabanının sağladığı verilerden hesaplanan toplam katma değer içindeki finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin (FIRE) payı kullanılmıştır. Kapsamlı bir veri olması nedeniyle FIRE'ın toplam katma değer içindeki payı yaygın bir finansallaşma göstergesi olarak kullanılmaktadır (Van Arnum ve Naples, 2013; Flaherty, 2015; Darcillon, 2015). Çalışmanın merkezinde yer alan işsizlik olgusunu temsilen, Dünya Bankası World Development Indicators (WDI) veri tabanından elde edilen işsizlik oranı (UNEMP) verileri kullanılmıştır.

Tablo 3

*Tanımlayıcı İstatistikler*

	UNEMP	FIRE
<b>Ortalama</b>	7.1698	0.1465
<b>Medyan</b>	7.2920	0.1415
<b>Maksimum</b>	16.5830	0.2082
<b>Minimum</b>	1.6000	0.0869
<b>Standart Sapma</b>	2.5468	0.0263
<b>Skewness</b>	0.4022	0.3213
<b>Kurtosis</b>	3.3593	2.6598
<b>Jargue-Bera</b>	10.4796	7.1383
<b>Olasılık</b>	0.0053	0.0281

Tablo 3, değişkenlere ait 9 ülkeyi kapsayan ve 1980-2015 yılları içeren tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir. İstatistiklere bakıldığında, işsizlik oranının en küçük değerinin % 1.6, en yüksek değerinin % 16.58 ve ortalamasının ise % 7.16 olduğu

5 EU-KLEMS, 1970 yılından itibaren Avrupa Birliği üyesi ülkelerin iktisadi verilerini oluşturmayı amaçlayan ve OECD'nin desteğiyle kapsamını genişleten bir proje ve data kaynağıdır.

görülmektedir. Dönemler ve ülkeler itibarıyla toplam katma değer içinde FIRE'in payı en düşük % 8, en yüksek % 20.82'dir. Değişkenin ortalaması ise % 14.65'dir. Öte yandan FIRE'a ait istatistiklere bakıldığında, zamanla finansallaşmanın önemli bir ivme kazandığı söylenebilir.

Bahsedildiği gibi, politik ekonomi perspektifinden finansallaşma olgusunu ele alan çalışmalar işsizlik olgusunu genellikle ikincil bir düzeyde ele almıştır. Sistemik analiz konusundaki bu eksikliğin giderilmesi amacıyla çalışmada panel veri ekonometrisinden yararlanılarak eşbütünleşme ve nedensellik analizi gerçekleştirilmiştir. Homojenlik sınaması Gauss 10, nedensellik analizi Eviews 9 ve diğer analizler Stata 14 paket programı aracılığıyla yapılmıştır.

### Ekonometrik Analiz

Finansallaşma ve işsizlik arasındaki etkileşimin ortaya konulmasının amaçlandığı bu çalışmada, değişkenler arasındaki ilişkinin ekonometrik olarak incelenmesi, daha sağlam kanıtların elde edilmesine yardımcı olacaktır. Bu çerçevede öncelikle UNEMP ve FIRE serilerine homojenlik testi uygulanacak, sonrasında yatay kesitsel bağımlılığın olup olmadığı incelendikten sonra buradan elde edilen bilgiyle, uygun birim kök testleri yapılacaktır. Son aşamada ise panel eşbütünleşme analiziyle değişkenler arasındaki uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı saptanmaya çalışılarak nedenselliğin yönü incelenecektir.

Panel eşbütünleşme analizinin gerçekleştirilmesi, verinin niteliği ve boyutu gibi birçok faktöre bağlıdır. Örneğin zaman periyodunun (T), birim boyutundan (N) daha kısa olduğu veri setlerinde rassal ve sabit etkiler modelleri gibi geleneksel panel veri yöntemleri daha uygundur. Bununla birlikte T>N olduğu durumlarda, veri setinin içeriği zaman serilerine yaklaşmaktadır. Böylece seriler genellikle birim kök içermekte ve sahte regresyon sorunu oluşmaktadır.

### Homojenlik Sınaması

Panel eşbütünleşme modellerinde eğim parametresinin birimlere göre homojen ya da heterojen olması model çıktısının yorumlanması bakımından oldukça önemlidir. Bu çerçevede öncelikle homojenlik testi yapılarak analize başlanmalıdır (Doğanay ve Değer, 2017, s.133). Swamy (1970), eğim katsayılarının homojen olup olmadığını belirlemek amacıyla Swamy istatistiği ( $\check{S}$ ) olarak bilinen bir test geliştirmiştir. Swamy (1970) istatistiği, denklem 1'deki gibi hesaplanmaktadır:

$$\check{S} = \sum_{i=1}^N (\hat{\beta}_i - \bar{\beta})' \hat{V}_i^{-1} (\hat{\beta}_i - \bar{\beta}) \quad (1)$$

K(N-1) serbestlik derecesi ve  $\chi^2$  dağılımına sahip test istatistiğinde,  $\hat{\beta}_i$  regresyondan elde edilen en küçük kareler tahmincisini,  $\bar{\beta}$  ağırlıklı grup içi tahmincisini ve  $\hat{V}_i^{-1}$  ise tahmincilerin varyansları arasındaki farkı ifade etmektedir (Tatoğlu, 2017, s.247).

Pesaran ve Yamagata (2008), Swamy testini geliştirerek, büyük panel veri setleri için delta testini önermiştir. Eğim katsayılarının homojen olup olmadığı bilgisi, Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen ve denklem 2'de gösterilen delta testi aracılığıyla sağlanmaktadır.

$$\tilde{\Delta} = \sqrt{N} \frac{N^{-1}\check{S} - k}{\sqrt{2k}} \quad (2)$$

Aşağıda gösterilen denklem 3, delta test istatistiğinin bazı düzeltmelerini içeren ve homojenlik ve heterojenlik tercihinde kullanılacak istatistiki değeri veren düzeltilmiş delta test istatistiğini göstermektedir.

$$\tilde{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \frac{N^{-1}\check{S} - k}{\sqrt{Var(T, k)}} \quad (3)$$

Denklem 2 ve 3'teki değişkenlere bakıldığında, N gözlem sayısını,  $\check{S}$  Swamy istatistiğini, k açıklayıcı değişken sayısını ve  $Var(T, k)$  ise varyansı ifade etmektedir. Bu bağlamda delta testinde boş ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibi kurulmaktadır:

$H_0 =$  Eğim katsayısı homojendir.

$H_a =$  Eğim katsayısı heterojendir.

Bu bağlamda denklem 2 ve 3 aracılığıyla elde edilen test istatistiklerinin yardımıyla boş veya alternatif hipotez tercih edilecektir. Alternatif hipotezin kabul edilmesiyle eğim katsayısının heterojen, tersi durumda ise homojen olduğuna karar verilecektir.

Tablo 4  
Delta Testi Sonuçları

	UNEMP-FIRE	
	İstatistik	Olasılık
Delta Tilde	-1.890	0.971
Delta Tilde Adj.	-1.971	0.976

Tablo 4, delta testi sonuçlarını göstermektedir. Düzeltilmiş değer dikkate alındığında, olasılık değerinin %10'dan yüksek olduğu görülmekte, bu çerçevede UNEMP ve FIRE değişkenlerine ait eğim katsayısının homojen olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

### Yatay Kesitsel Bağımlılık Sınaması

Homojenlik testinin ardından, analizin ikinci aşaması hata terimlerinin birimlere göre bağımlı olması anlamına gelen yatay kesitsel bağımlılık içerip içermediğinin tespit edilmesidir. Çünkü yatay kesitsel bağımlılığın varlığı, elde edilen sonuçları etkileyecek ve analizlerin hatalı olmasına sebep olacaktır. Bu bağlamda yatay kesitsel bağımlılığın tespiti, serilerin durağanlık analizlerinde uygulanacak birim kök testlerinin farklılaşmasına da neden olmaktadır. Eğer ele alınan serilerde yatay kesitsel bağımlılık yoksa birinci nesil birim kök testleri uygulanabilir. Fakat seriler yatay kesitsel bağımlılığa sahipse, bu korelasyonu dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri uygulanmalıdır (Baltagi, 2005, s.238). Çalışmada yatay kesitsel bağımlılığın olup olmadığının tespiti, Breusch-Pagan (1980) LM testi ve Pesaran (2004)  $CD_{LM}$  testleri aracılığıyla yapılacaktır.

Breusch-Pagan (1980) test istatistiği denklem 4'de gösterildiği şekliyle hesaplanmaktadır:

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \quad (4)$$



Denklem 4'te T zaman boyutunu, N gözlem sayısını ve  $\hat{\rho}_{ij}^2$  ise her i için, en küçük kareler yöntemi aracılığıyla elde edilen kalıntılar arasındaki korelasyonu belirtmektedir. Boş hipotez çerçevesinde LM testi,  $N(N-1)/2$  serbestlik derecesinde asimptotik  $\chi^2$  dağılıma sahiptir. Breusch-Pagan (1980) LM testi zaman periyodunun büyük, birim boyutunun ise küçük olduğu veri setlerinde yatay kesitsel bağımlılığın test edilmesi için uygundur.

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \rho_{ij} \right)} \quad (5)$$

Pesaran (2004), yatay kesitsel bağımlılığı sınamak için denklem 5'te gösterilen test istatistiğini geliştirmiştir. Bu test yatay kesitsel bağımlılığı sınamak amacıyla Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) regresyon tahmininden elde edilen kalıntıları kullanmaktadır. Test istatistiği normal dağılıma sahiptir ve birim boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu panellerde daha iyi çalışmaktadır (Pesaran, 2004, s.7-8).

Her iki testte de boş ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibi kurulmaktadır:

$H_0 =$  Yatay kesitsel bağımlılığı yoktur.

$H_a =$  Yatay kesitsel bağımlılığı vardır.

Tablo 5  
Yatay Kesitsel Bağımlılık Test Sonuçları

Değişkenler	Breusch-Pagan LM		Pesaran $CD_{LM}$	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
UNEMP	217.257	0.000	6.612	0.000
FIRE	877.566	0.000	29.381	0.000

Tablo 5, yatay kesitsel bağımlılık test sonuçlarını göstermektedir. Her iki testte de analiz edilen değişkenlerin olasılık değeri % 10'dan küçük olduğu için boş hipotez reddedilerek, yatay kesitsel bağımlılığın mevcut olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar ışığında, serilerin durağanlığı, yatay kesitsel bağımlılığı dikkate alan ikinci nesil birim kök testleriyle yapılmalıdır.

### Birim Kök Sınaması

Pesaran (2007) CADF, yatay kesitsel bağımlılığı dikkate alan ikinci nesil birim kök testidir. Bu yöntemle, ADF regresyonunun gecikmeli yatay kesit ortalamaları ile genişletilmiş hali kullanılmakta ve böylece bu regresyonun birinci farkı yatay kesitsel bağımlılığı ortadan kaldırmaktadır. Bundan dolayı bu teste, yatay kesit genişletilmiş Dickey Fuller adı verilmiştir (Baltagi, 2005, s.249; Tatoğlu, 2017, s.84). CADF testi hem  $T > N$  hem de  $N > T$  panellerde kullanılmaktadır. Gecikmeli yatay kesit ortalamalarına dayalı basit bir CADF regresyonu denklem 6'daki gibi gösterilebilir:

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + \rho_i^* Y_{it-1} + d_0 \bar{Y}_{t-1} + d_1 \Delta \bar{Y}_t + e_{it} \quad (6)$$

$$CIPS(N, T) = t - bar = N^{-1} \sum_{i=1}^N t_i(N, T) \quad (7)$$

Denklem 6'da,  $Y_{it}$ 'nin yatay kesit ortalaması  $\bar{Y}_t$  ve gecikmeli  $\bar{Y}_{t-1}$  değeri araç değişken olarak kullanılmıştır (Tatoğlu, 2017: 85). Denklemde tahmin edilen  $\hat{b}_i$  katsayılarına ait t istatistikleri aracılığıyla durağanlık mertebesi belirlenir (Pesaran, 2007, s.267-268). Denklem 6'de gösterilen CADF regresyonunun tahmin edilmesinin ardından, CADF istatistiğinin ortalaması olan CIPS istatistiği denklem 7 kullanılarak elde edilmektedir. Bu istatistiklerin birleşik asimptotik limiti standart değildir ve kritik değerler farklı T ve N çiftleri için hesaplanmıştır. Bu testlerin sınırlayıcı dağılımı, gecikmeli bölümün kesitsel ortalamasının varlığından dolayı Dickey-Fuller dağılımından farklıdır. Burada moment hesaplama problemini önleyen IPS testinin geliştirilmiş bir versiyonu kullanılır. Ek olarak, t testleri, ters normallik ilkesine dayalı bir kombinasyon testi formüle etme işlevi görür. Deney sonuçları bu testlerin iyi performans gösterdiğini ortaya koymaktadır (Baltagi, 2005, s.250).

Tablo 6

*Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları*

Değişkenler	Seviyelerinde			Birinci Farkında		
	t-bar	Z[t-bar]	P değeri	t-bar	Z[t-bar]	P değeri
UNEMP	-2.007	-0.724	0.234	-2.280	-1.597	0.055
FIRE	-1.178	1.921	0.973	-2.956	-3.754	0.000

Tablo 6, Pesaran CADF birim kök testi sonuçlarını göstermektedir. Her iki değişkenin de olasılık değerleri %10'un üzerinde olduğu için boş hipotez kabul edilmekte ve değişkenlerin birim kök içerdikleri anlaşılmaktadır. Değişkenlerin birinci farklarına bakıldığında, olasılık değerlerinin %10'un altında olduğu bulgulanmış ve dolayısıyla seriler birim kökten arındırılmıştır.

### Westerlund Eşbütünleşme Analizi ve Nedensellik Sınaması

Ele alınan serilerin birinci farkında birim kök içermemesi, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olup olmadığı konusunda bilgi sağlayan eşbütünleşme testinin uygulanmasını sağlar. Birim kök testi sonuçları, değişkenlerin tamamının I(1) seviyesinde birim kök içermediğini göstermiştir. Bu bağlamda eşbütünleşme analizinin bir ön koşulu olan serilerin birinci farklarında durağanlaşması sağlanmıştır.

Serilerin yatay kesitsel bağımlılığa sahip olması ve mevcut durağanlık seviyeleri göz önünde bulundurulduğunda ikinci nesil eşbütünleşme testleri yapılmalıdır. Bu çerçevede Westerlund (2007, s.718) ECM (Hata Düzeltme Modeli) eşbütünleşme testi, yatay kesitsel bağımlılığı içeren ve değişkenlerin birinci farklarında durağan olduğu panellere uygulanır. Bu testin küçük boyutlu çarpıklıklara karşı ve diğer yaygın kalıntı temelli eşbütünleşme testlerine göre daha iyi sonuç verdiği belirtilmiş, ayrıca küçük örnekleme sahip panellerde de iyi bir şekilde çalıştığı vurgulanmıştır (Westerlund, 2007, s.709).

Westerlund panel eşbütünleşme testi, diğer testlerin zayıflıklarını azaltmak amacıyla ECM'ye dayanan 4 farklı test geliştirmiştir. Geliştirilen bu testlerin ikisi grup ortalama, diğer ikisi ise panel istatistikleri şeklinde isimlendirilmiştir (Westerlund, 2007, s.718). Grup ortalama istatistikleri panelin bir bütün olarak eşbütünleşik olup olmadığını test ederken, panel istatistikleri en az bir birimde eşbütünleşmenin varlığını sınamaktadır (Salim ve Rafiq, 2012, s.1053).

ECM eşbütünleşme sınavında panel istatistiklerinin hesaplanmasında öncelikle denklem 8’de gösterilen model, dinamik en küçük kareler (DOLS) ile tahmin edilmektedir (Westerlund, 2007, s.715). Denklem 8’de  $d_t$  sabit ve trend vektörünü temsil ederken,  $\lambda_i$  uzun dönem parametresini göstermektedir. Ayrıca  $\gamma_i$  ve  $\varphi_i$  kısa dönem parametreleri belirtmektedir (Tatoğlu, 2017, s.201).

$$\Delta Y_{it} = \delta'_i d_t + \alpha_i Y_{it-1} + \lambda'_i X_{it-1} + \sum_{j=1}^{p_i} \varphi_{ij} \Delta Y_{it-j} + \sum_{j=0}^{p_i} \gamma_{ij} \Delta X_{it-j} + e_{it} \quad (8)$$

Panel istatistiklerinin DOLS ile tahmin edilmesinden sonra, tüm panel için aşağıda sırasıyla gösterilen hata düzeltme katsayısı ve standart hata, denklem 9 ve 10 aracılığıyla hesaplanır.  $\alpha_i$  hata düzeltme katsayısını,  $\tilde{Y}_{it}$  bağımlı değişkenin tahmin değerini ve  $SE$  standart hatayı göstermektedir.

$$\alpha_i = \left( \sum_{t=2}^T \sum_{i=1}^N (\tilde{Y}_{it-1}^2)^2 \right)^{-1} \sum_{t=2}^T \sum_{i=1}^N \frac{1}{\alpha_i} \tilde{Y}_{it} \Delta \tilde{Y}_{it} \quad (9)$$

$$SE(\alpha_i) = \left[ (\tilde{S}_N)^2 \sum_{t=2}^T \sum_{i=1}^N \tilde{Y}_{it-1}^2 \right]^{-1/2} \quad (10)$$

Tüm panel için hata düzeltme katsayısı ve standart hata hesaplandıktan sonra, grup ortalama ( $G_a$  ve  $G_t$ ) ve panel ( $P_a$  ve  $P_t$ ) istatistikleri izleyen denklemlerle elde edilir (Salim ve Rafiq, 2012, s.1053). Grup test istatistikleri denklem 11 ve 12’de gösterilmiştir:

$$G_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{\hat{\alpha}_i}{SE(\hat{\alpha}_i)} \quad (11)$$

$$G_a = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{T \hat{\alpha}_i}{\hat{\alpha}_i(1)} \quad (12)$$

Panel istatistikleri ise denklem 13 ve 14’de gösterilmiştir:

$$P_t = \frac{\hat{\alpha}}{SE(\hat{\alpha})} \quad (13)$$

$$P_a = T \hat{\alpha} \quad (14)$$

Hata düzeltme katsayısı 0’a eşitse hata düzeltmenin ve dolayısıyla değişkenler arasında eşbütünleşik bir ilişkinin olmadığı anlaşılır. Fakat hata düzeltme katsayısı 0’dan küçükse hata düzeltmenin ve dolayısıyla eşbütünleşmenin olduğu söylenebilir. Bu bağlamda panel istatistiklerine ait boş ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibi kurulmaktadır:

$H_0 = \alpha_i = 0$  tüm yatay kesit birimler için eşbütünleşme ilişkisi yoktur.

$H_a = \alpha_i = \alpha < 0$  tüm yatay kesit birimler için eşbütünleşme ilişkisi vardır.

Tablo 7  
Westerlund ECM Eşbütümlenme Test Sonuçları

Test İst.	Değer	Z değeri	Değişkenler: UNEMP ve FIRE			
			Olasılık	Bootstrap P. 100	Bootstrap P. 200	Bootstrap P. 400
$G_t$	-2.997	-4.063	0.000	0.030	0.060	0.030
$G_a$	-12.689	-3.038	0.001	0.070	0.095	0.123
$P_t$	-8.683	-4.205	0.000	0.020	0.025	0.013
$P_a$	-11.351	-4.574	0.000	0.030	0.025	0.030

Tablo 7’de olasılık sütunu yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan sonuçları göstermektedir. Bu çerçevede her iki değişken arasında eşbütünlük bir ilişkinin olduğu söylenebilir. Yatay kesit bağımlılığı dikkate alan bootstrap olasılık değerleri ise 100, 200 ve 400 seviyelerinde uygulanmıştır. Tablo 7’de yer alan sonuçlara bakıldığında, bootstrap olasılık değerlerinin (100, 200 ve 400) % 10’un altında ve istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Tabloda görülen dört farklı test istatistiği homojenlik ve heterojenlik varsayımına göre ayrılmaktadır. Homojenlik varsayımı altında  $P_t$  ve  $P_a$ , heterojenlik varsayımı altında ise  $G_t$  ve  $G_a$  dikkate alınmaktadır (Aytun ve Akın, 2014, s.80, Tatoğlu, 2017, s.201-202). Delta testi sonuçları parametrelerin homojen olduğu ve  $P_t$  ve  $P_a$  değerlerinin dikkate alınması gerektiği bilgisini sağlamaktadır. Bu bağlamda boş hipotez reddedilerek finansallaşma ve işsizlik oranı arasında tutarlı bir eşbütünlük ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Panel eşbütünlük analizinin ardından, panel nedensellik analizine gidilebilir. Bu bağlamda eşbütünlük analizi çıktıları, uygulanacak nedensellik testinin belirlenmesinde önemli bir parametredir. Granger nedensellik testi de dâhil olmak üzere, nedensellik testlerinin önemli bir kısmı yatay kesitsel bağımsızlık varsayımı altında çalışmaktadır. Heterojenliği dikkate almayan bu testlerde boş ve alternatif hipotezler tüm panel için sırasıyla nedensellik olmadığını veya olduğunu göstermektedir. Bu durum örneklemin sadece belli bir kısmında nedensellik yakalanmasına karşın, bu nedensellik ilişkisini tüm örnekleme genellemektedir (Dumitrescu ve Hurlin, 2012, s.1450-1451).

Dumitrescu ve Hurlin (DH) nedensellik testi, heterojenliği dikkate almayan nedensellik testlerinin gelişmiş bir sürümüdür. Bu bağlamda DH panel nedensellik analizinde boş hipotez homojen iken, alternatif hipotez heterojendir. Böylece boş hipotez Granger nedenselliğinin olmadığını gösterirken, alternatif hipotez en az bir yatay kesitte nedensellik ilişkisinin olduğunu raporlar. DH nedensellik analizinin gerçekleştirilmesi için, nedensellik ilişkisi aranan değişkenlerin durağan olmaları, eğer durağan değilse de durağanlaştırılması gerekmektedir. Analizinin ilk aşamasında her bir yatay kesit için ortalama Wald istatistikleri elde edilir. Bu aşamadan sonra, elde edilen Wald istatistikleri aracılığıyla panel istatistikleri tahmin edilir.

$$y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_i^{(k)} y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^{(k)} x_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (15)$$

Denklem 15, tahmin edilecek panel veri modelini göstermektedir. Denklemdeki  $y$  ve  $x$  aralarında nedensellik aranan değişkenleri gösterirken,  $\alpha_i$  parametresi zaman boyutunda bireysel etkilerin sabit olduğunu belirtmektedir. Ayrıca  $\gamma_i^{(k)}$  otoregresif parametre ve  $\beta_i^{(k)}$

regresyon katsayılarıdır.  $K$  ise optimal gecikme sayısını göstermektedir (Dumitrescu ve Hurlin, 2012, s.1451).

DH panel nedensellik analizinin gerçekleştirilmesinde kullanılan ortalama Wald istatistikleri 16, 17 ve 18 numaralı denklemler yardımıyla hesaplanmaktadır (Dumitrescu ve Hurlin, 2012: 1451-6):

$$W_{N,T}^{Hnc} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N W_{it} \quad (16)$$

$$Z_{N,T}^{Hnc} = \sqrt{\frac{N}{K}} (W_{N,T}^{Hnc} - K) \quad (17)$$

$$Z_N^{Hnc} = \frac{\sqrt{N} (W_{N,T}^{Hnc} - N^{-1} \sum_{i=1}^N E(W_{i,T}))}{\sqrt{N^{-1} \sum_{i=1}^N Var(W_{i,T})}} \quad (18)$$

Burada  $W_{it}$ ,  $i$ . birim için  $\beta_i$ 'nin  $0$ 'a eşit olduğunu gösteren boş hipotezi test etmeyi sağlayan, birimlere özgü Wald test istatistiğidir.  $T \rightarrow \infty$  ve  $N \rightarrow \infty$  durumunda ortalama Wald istatistikleri normal dağılım göstermektedir.  $Whnc$ ,  $Zhnc$  ve  $Ztild$  istatistiklerinin hesaplandığı DH nedensellik testinde boş ve alternatif hipotezler şu şekilde oluşturulmaktadır:

$H_0 =$  İncelenen değişkenlerin tüm birimlerinde Granger nedensellik yoktur.

$H_a =$  İki değişken arasında en az bir birimde nedensellik ilişkisi vardır.

Tablo 8  
Dumitrescu-Hurlin Nedensellik Testi Sonuçları

Boş Hipotezler	W İst.	Z bar İst.	Olasılık
UNEMP FIRE'in nedeni değildir	4.060	2.479	0.0131
FIRE UNEMP'in nedeni değildir	4.049	2.465	0.0137

Tablo 8, DH nedensellik sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlara bakıldığında her iki olasılık değerinin de % 10'un altında olduğu görülmektedir. Bu çerçevede boş hipotezler reddedilerek en az bir birimde çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu söylenebilir. Finans sektörünün bir bütün olarak katma değer içindeki payının artması, işsizliğin bir nedenidir. Bu çerçevede finansallaşma, işsizlik oranını etkilemektedir. Ayrıca test sonuçları, işsizlikten finansallaşmaya doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Bu sonuç işsizliğin yarattığı gelir kayıplarının finansal sektör aracılığıyla telafi edilmeye çalışıldığı şeklinde yorumlanabilir. Bu bağlamda daha çok kişinin finansal sektör tarafından içerilmesi, sektörün toplam katma değer içindeki payını yükseltecektir.

### Bulguların Değerlendirilmesi

Çalışmada, öncelikle finansallaşmanın işsizlik üzerindeki potansiyel etkilerin saptanması amaçlanmıştır. Potansiyel etkilerin belirlenmesine yönelik tartışmaların ardından, verisi elde edilen 9 gelişmiş OECD ülkesi özelinde 1980-2015 dönemi için ampirik kanıtlar elde edilmeye çalışılmıştır. Bu amaç doğrultusunda öncelikle Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından önerilen delta testi aracılığıyla eğim katsayılarının homojen

olduğu bulgulanmış, sonrasında da yatay kesitsel bağımlılığın varlığı Breusch ve Pagan (1980) ve Pesaran (2004) testleri aracılığıyla ortaya çıkarılmıştır. Yatay kesitsel bağımlılığın tespitinin ardından, Pesaran (2007) CADF testi aracılığıyla birim kök incelemesi yapılmış ve serilerin birinci farkında durağan olduğu (I(1)) anlaşılmıştır. Serilerin birinci farkında durağan olduğu bulgusu elde edildikten sonra değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı Westerlund (2007) ECM testiyle incelenmiştir. Eşbütünleşme analizi sonucunda finansallaşma ve işsizlik oranı arasında eşbütünleşme olduğu, farklı bir ifadeyle finansallaşma ve işsizlik oranının uzun dönemde birlikte hareket ettiği analiz edilmiştir. Son olarak serilerin durağanlaştırılmasından sonra uygulanan Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik analiziyle, serilerin çift yönlü bir nedenselliği sahip olduğu ortaya konulmuştur. Başka bir deyişle, elde edilen bulgular hem finansallaşmanın işsizliğin hem de işsizliğin finansallaşmanın bir nedeni olduğunu göstermiştir.

### Sonuç ve Tartışma

Artan işsizliğin ağır sosyal maliyetleri olmasına karşın, ana akım iktisat teorisinin bu duruma refleksi doğal işsizlik oranı argümanı olmuş ve istihdam kayıpları bu şekilde meşrulaştırılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda uygulamaya konulan politikaların uzun vadede işsizliği azaltmayacağı, tersine enflasyonist maliyeti olacağına işaret edilmiştir. Emek piyasalarının esnekleştirilememesi, güçlü işçi sendikaları, işsizlik tazminatları, asgari ücret ve istihdam koruma mevzuatı gibi emek piyasası kurumlarının yapısı, eğitim kalitesi ve çalışma motivasyonundaki düşüklük işsizliğin önemli nedenleri olarak sıralanmıştır. Buna karşın, 1980’den günümüze modern ekonomileri karakterize eden finansallaşma olgusunun sonuçları üzerinde ise pek fazla durulmamıştır.

Çalışma sonuçları incelenen ülkeler ve dönem için finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin toplam katma değer içindeki payının artmasının işsizliği etkilediğini göstermektedir. Bu çerçevede özellikle finansallaşmanın neden olduğu reel yatırımlardaki azalma, iktisat politikalarındaki değişim, gelir dağılımındaki bozulma ve finansal krizler işsizlik artışının potansiyel mekanizmalarını oluşturmaktadır. Elde edilen sonuçlar, bu şekilde gerçekleşen istihdam kayıplarının hizmet sektöründe geçici ve yarı zamanlı özellikler taşıyan pozisyonlarla telafi edilemediğini ve yeni iş olanaklarının yeterince yaratılmadığını, böylece işsizlik oranının yüksek bir patikaya yerleştiğini ortaya koymaktadır.

Çalışmanın önemli sonuçlarından biri de işsizlikten finansallaşmaya doğru bir nedenselliğin yakalanmasıdır. Finansallaşma sürecinin en önemi sonuçlarından biri, artan hanehalkı borçluluğudur. İşsizliğin ilk etkisi ilgili kişileri gelirsiz bırakmasıdır. İşsizlik oranının yükseldiği konjonktürde, kişiler hayatta kalabilmek ve/veya ailelerinin yaşam standardını korumak için tasarruflarını kullanmak veya finansal kurumlardan borçlanmak zorundadır. Bu bağlamda finans sektörü ile borçluluk ilişkisi içine giren bireyler hızla borçlanmaktadır. Kredi kartları, tüketici ve ihtiyaç kredileri aracılığıyla artan borçlanma, aynı zamanda finansal sektörün katma değer içindeki payını ve karlılığını yükseltmektedir.

Yine de çalışmanın gerek değişkenler gerekse de kurguladığı mekanizmalar aracılığıyla ortaya koyduğu sonuçların ortalama bir bakış sağlayabileceği unutulmamalıdır. Öyle ki çalışmada finansallaşma literatüründen hareketle sadece birkaç potansiyel mekanizma tanımlanmıştır. Kuşkusuz finansallaşmanın işsizliği etkilediği farklı potansiyel mekanizmalar tanımlamak da olasıdır. Ayrıca çalışmadan elde edilen tüm ampirik

bulgular, 9 ülkeyi kapsayan büyük bir veri havuzuna dayanmaktadır. Kuşkusuz bu durum spesifik ülke bazlı sonuç ve politika çıkarımını zorlaştırmaktadır. Çalışmanın tüm kısıtlarına karşın, yeni bir finansal mimariye duyulan ihtiyacın giderek arttığını söylemek mümkündür. Bu bağlamda, ele alınan ülkelerde finansal piyasaların düzenlenmesini teşvik etmek ve finansallaşmanın yıkıcı sonuçlarını hafifletmek oldukça önemlidir. Finansal kaynakların spekülâtif faaliyetlerden uzaklaştırarak, Keynesyen dönemde olduğu gibi, reel sektör finansmanına çekmek ve finansal olmayan şirketleri temel üretim faaliyetlerini gerçekleştirme yolunda motive etmek oldukça hayatidir. Ayrıca iktisat politikalarının merkezine istihdam hedefinin güçlü bir şekilde konulması, daha kapsayıcı ve demokratik bir adım olup, işsizliğin azaltılmasında önemli bir faktör olacaktır.

Gelecekteki çalışmalar, tekil ülkelere veya homojen ülke gruplarına odaklanarak, finansallaşma ve işsizlik arasındaki ilişkiyi inceleyebilir. Bu şekilde daha fazla ülke için analizlerin gerçekleştirilmesi, finansallaşmanın yerel ekonomiler üzerindeki etkisini daha net bir şekilde ortaya koyabilir. Birçok finansal gösterge mevcutken, finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin toplam hasıla içindeki payı ve finansal olmayan şirketlerin faiz ve temettü ödemeleri gibi değişkenler önemli ve daha sağlıklı finansallaşma göstergeleri olarak görülmektedir. Bu çerçevede gelecekteki çalışmalar tüm zorluklarına karşın finansal olmayan işletmelerin finansal davranışlarına odaklanabilir. Kuşkusuz birçok ülke için uzun soluklu ve eksiksiz veri olmamasına karşın, veri seti oluşturularak, finansal olmayan şirketlerin faiz ve temettü ödemeleri, bir finansallaşma göstergesi olarak analize dahil edilebilir.

### Kaynakça

- Akyüz, Y., & Boratav, K. (2003). The Making of the Turkish Financial Crisis. *World Development*, Vol. 31, No. 9, 1549–1566.
- Argitis, G., & Michopoulou, S. (2011). Are Full Employment and Social Cohesion Possible Under Financialization?. *Forum for Social Economics*, Volume 40, Issue 2, 139–155.
- Assa, J. (2012). Financialization and its Consequences: the OECD Experience. *Finance Research*, Vol. 1, No. 1, 35-39.
- Aytun, C., & Akın, C. S. (2014). OECD Ülkelerinde Telekomünikasyon Altyapısı ve Ekonomik Büyüme: Yatay Kesit Bağımlı Heterojen Panel Nedensellik Analizi. *İktisat, İşletme ve Finans*, 29(340), 69-94.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Bivens, J., & Weller, C. (2004). Institutional Shareholder Concentration, Corporate Governance Changes and Diverging Fortunes of Capital and Labor. *mimeo*.
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries. *International Journal of Political Economy*, 42 (4), 83-107.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, 111–45.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Dallery, T. (2009). Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization. *Review of Radical Political Economics*, 41, 492–515.
- Darcillon, T. (2015). How does finance affect labor market institutions? An empirical analysis in 16 OECD countries. *Socio-Economic Review*, Vol. 13, No. 3, 477–504.
- Demir, F. (2008). Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. MPRA (Munich Personal RePEc Archive). Working Papers, Paper No: 8167, 1-35. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/8167/>. Erişim: 16.04.2018.
- Doğanay, A., & Değer, M.K. (2017). Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve İhracat İlişkisi: Panel veri Eşbütünlük Analizleri (1996-2014). *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 7, Sayı 2, 127-145.
- Dögüs, İlhan. (2018). Wage dispersion and pension funds: Financialisation of non-financial corporations in the USA. *PSL Quarterly Review*, 71(284): 41-59.

- Dumitrescu, E., & Hurlin, C. (2012). Testing For Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels. *Economic Modelling*, 29(4); 1450-1460.
- Dühaupt, P. (2017). Determinants of labour's income share in the era of financialisation. *Cambridge Journal of Economics*, 41, 283-306.
- Epstein, G. (2005). Introduction: Financialization and the World Economy. In G. Epstein (Eds.), *Financialization and the World Economy* (pp.3-16). Cheltenham and Northampton: Edward Elgar.
- Epstein, G. (2013). Developmental Central Banking: Winning The Future By Updating A Page From The Past. *Review of Keynesian Economics*, 1(3), 273-287.
- Eşiyok, A. B. (2016). Keynesyen "Altın Çağ" dan Neoliberal "Orta Çağ" a: Geriye Ne Kaldı?. *İktisat ve Toplum Dergisi*, Aralık, Sayı 74, 60-65.
- Flaherty, E. (2015). Top Income Under Finance-Driven Capitalism, 1990-2010: Power Resources and Regulatory Orders. *Socio-Economic Review*, Vol:13, No:3, 417-447.
- Foster, J. B. (2011). *Tekelci Finans Sermayesi* (B. Baysal, O. Gayretli ve S. Serezli, Çev.). İstanbul: Kalkedon Yayınları, 1. Baskı.
- Foster, J. B., & Magdoff, F. (2008). Financial Implosion and Stagnation Back to the Real Economy. *Monthly Review*, Vol.60, Issue 7, December, 1-29.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, March, no.1
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & William, K. (2000). Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, 80-110.
- Gillan, Stuart L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*. 12, 381 - 402.
- Gonzalez, I., & Sala, H. (2014). Investment Crowding-Out and Labor Market Effects of Financialization in The US. *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 61, No. 5, 589-613.
- Harvey, D. (2010). *Postmodernliğin Durumu* (S. Savran, Çev.). İstanbul: Metis Yayınları.
- Hein, E. (2015). Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective. *Cambridge Journal of Economics*. 39, 907-934.
- Hein, E., & Schoder, C. (2011). Interest rates, distribution and capital accumulation: a post- Kaleckian perspective on the US and Germany. *International Review of Applied Economics*, 25 (6), 693-723.
- Karaçimen, E. (2015). *Borç Kısılcacında Emek*. İstanbul: Sav Yayınları.
- Khemraj, T., Madrick, J., & Semmler, W. (2006). Okun's Law and Jobless Growth. Schwartz Center For Policy Analysis, The New School Policy Note, No:3; 1-10. [https://mpr.aub.uni-muenchen.de/54881/1/MPRA\\_paper\\_54881.pdf](https://mpr.aub.uni-muenchen.de/54881/1/MPRA_paper_54881.pdf). Erişim: 08.04.2018.
- Köhler, K., Guschanski, A., & Stockhammer, E. (2016). How does financialization affect functional income distribution? A theoretical clarification and empirical assessment. *Socio-Economic Review*, Vol. 00, 1-26.
- Krippner, G. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3 (2), 173-208.
- Lapavistas, C. (2009a). Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsaderesi (T. Öncel, Çev.). C. Lapavistas (Ed.), *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi* içinde. İstanbul: Yordam Kitap.
- Layard, R., Nickell, S., & Jackman, R. (2005). *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford University Press.
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, 13-35.
- Lee, K.M., & Cheng, C. Y. (2011). Financialization, economic crises and social protection: the case of Hong Kong. *Journal of Asian Public Policy*, Vol. 4, No. 1, 18-41.
- Minsky, H.P. (1992). The financial instability hypothesis. Working Paper No. 74. New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. Erişim: 14.05.2018.
- Mishkin, F.S. (2011). *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı*. (S. Şahin, S. Çiçek ve Ç. Boz, Çev.). İstanbul: Akademi Yayıncılık.
- Monfort, M., Ordóñez, J., & Sala, H. (2018). Inequality and Unemployment Patterns in Europe: Does Integration Lead to (Real) Convergence?. *Open Economic Review*. 1-22, <https://doi.org/10.1007/s11079-018-9488-x>.
- OECD. (2015). *In It Together: Why Less Inequality Benefits All*. OECD Publishing, Paris.
- Onaran, Ö., & Obst, T. (2016). Wage-Led Growth in the EU15 Member States: The Effects of Income Distribution on Growth, Investment, Trade Balance, and Inflation. Post Keynesian Economics Study Group Working Paper, no. 1602, <https://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKW1602.pdf>. Erişim: 24.04.2018.
- Orhangazi, Ö. (2008a). Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya: İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 35, 133-159.
- Orhangazi, Ö. (2008b). Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector, A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*,



- 32, 863-886.
- Özatatay F. (2015). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*. Ankara: Efil Yayınevi, 4. Basım.
- Özgüler, V. C. (2014). *Gelir Servet ve Yoksulluk*. İstanbul: Ginius Yayınları.
- Palley T. I. (2012). *From Financial Crisis to Stagnation – The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics*. New York: Cambridge University Press.
- Palley, T. I. (2007a). Financialization: What It Is and Why It Matters. The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, Working Paper No:525, 1-31. [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_525.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf). Erişim: 04.03.2018.
- Palley, T. I. (2007b). Seeking Full Employment Again. *Challenge*, vol. 50, no. 6, November/December, 4–50.
- Palley, T. I. (2016). Inequality, the Financial Crisis and Stagnation: Competing Stories and Why They Matter. *Real-World Economics Review*, issue no. 74, 1-18.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Test for Cross Section Dependence in Panel. *IZA Discussion Paper*; No. 1240, 1-39.
- Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22: 265-312.
- Pesaran, M. H., & Yamagata, T. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93.
- Phelps, E. S. (1967). Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment over Time. *Economica*, vol. 34, no. 135, 254-81
- Aglietta, M., & Breton, R. (2001). Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society*, 30(1), 433–466.
- Phelps, E. S., & Zoega, G. (1998). Natural-Rate Theory and OECD Unemployment. *The Economic Journal*, 108 (May), 782-801.
- Rowthorn, R. (1995). Capital Formation and Unemployment. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.11, No.1, 26-39.
- Salim, R. A., & Rafiq, S. (2012). Why do some emerging economies proactively accelerate the adoption of renewable energy?. *Energy Economics*, 34(4), 1051-1057.
- Seo, H-J., Kim, H.S., & Kim, J. (2016). Does Shareholder Value Orientation or Financial Market Liberalization Slow Down Korean Real Investment?. *Review of Radical Political Economics*. 48 (4), s.633 – 660.
- Snowdon, B., & Vane, H. R. (2005). *Modern Macroeconomics Its Origins, Development and Current State*. Edward Elgar.
- Stiglitz, J.E. (2016). *Eşitsizliğin Bedeli: Bugünün Bölünmüş Toplumunu Geleceğimizi Nasıl Tehlikeye Atıyor?* (O. İşler, Çev.). İstanbul: İletişim Yayınları.
- Stockhammer, E. (2004). Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, 719–41.
- Stockhammer, E. (2012). Financialization, income distribution and the crisis. *Investigación económica*, Vol 71, No. 279, 39-70.
- Stockhammer, E. (2015). Rising inequality as a cause of the present crisis. *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 935-958.
- Stockhammer, E. (2017). Determinants of the Wage Share: A Panel Analysis of Advanced and Developing Economies. *British Journal of Industrial Relations*, 55:1, March, 3-33.
- Swamy, P. A. (1970). Efficient inference in a random coefficient regression model. *Econometrica*, Vol.38, No:2, 311-323.
- Sweezy P., & Baran P. (2007). *Tekelci Sermaye* (U. S. Akalın, Çev.). İstanbul: Kalkedon Yayınevi.
- Tatoğlu, F. Y. (2017). *Panel Zaman Serileri Analizi*. İstanbul : Beta Yayınları.
- Tridico, P. (2012). Financial Crisis and Global Imbalances: its Labour Market Origins and the Aftermath. *Cambridge Journal of Economics*, 36(1), 17-42.
- Tunalı, H., & Özdemir, O. (2017). Türkiye’de Finansallaşmanın Emek Payı Üzerindeki Etkisi Üstüne Bir Deneme. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt: 67, 2017/1, 57-116.
- Üzar, U. (2017). Finansallaşma Çağında Eşitsizliklerin Görünümü ve Devletin Rolü. *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, Sayı 101, 103-131.
- Van Arnum, B. M., & Naples, M. I. (2013). Financialization and Income Inequality In The United States, 1967–2010. *American Journal of Economics and Sociology*, 72(5), 1158-1182.
- Westerlund, J. (2007). Testing for Error Correction in Panel Data. *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, 69, 6 (2007), 709-748.

