

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

**ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDEKİ KONTROLLER VE
BÜYÜME DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ:
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÖRNEĞİ**

SERKAN ÇINAR

Danışman
YRD. DOÇ. DR. C. ERDEM HEPAKTAN

MANİSA
2013

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

**ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDEKİ KONTROLLER VE
BÜYÜME DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ:
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÖRNEĞİ**

SERKAN ÇINAR

Danışman
YRD. DOÇ. DR. C. ERDEM HEPAKTAN

MANİSA
2013

ÖZET

Gelişmekte olan ülkelerde, özellikle son 30 yıldır, uluslararası sermaye akımlarındaki dalgalanmaların dışsal krizlere neden olduğu pek çok olay yaşanmıştır. Gerçekleşen dış kaynaklı mali krizler sonucunda, ekonomistler, ekonomik reformların optimal hızı ve sırası konusunda daha sık tartışmaya başlamıştır. Bu tartışmalar özellikle, sermaye kontrollerinin uygulanmasına ve ödemeler bilançosundaki sermaye hesabının açıklığına ilişkindir. Joseph E. Stiglitz, Barry Eichengreen, Dani Rodrik, Sebastian Edwards vb. yazarlar, ülkeler arasındaki serbest sermaye hareketliliğinin, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik refahı olumsuz etkilediği görüşündedir. Bu bağlamda, serbest sermaye hareketliliğinin makroekonomik dalgalanmaları arttırdığı ve dışsal şokların gelişmekte olan ülkelere kırılganlıklara neden olduğu düşünülmektedir. Bu görüşleri benimseyenlere göre, sermaye hareketleri üzerinde sınırlamalar uygulanmalı, ancak diğer piyasalar serbestleştikten sonra, reform sürecinin sonuna doğru sermaye hareketleri serbestleştirilmelidir.

Çalışmanın ekonometrik analizinde, 1985-2011 yılları arasında sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulayan 7 ülke ve sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan 3 ülke olmak üzere iki ayrı panel seti için uzun dönem modeli tahmin edilmektedir. Modeldeki uzun dönem katsayılarına ulaşmak için, Johnston ve Tamirisa (1998), Montiel ve Reinhart (1999), Kaplan ve Rodrik (2002), Miniane ve Rogers (2004), Edwards (2007a), Binici, Hutchison ve Schindler (2009) çalışmalarında uygulanan modeli temel alan uzun dönem denklemi tahminlenmektedir. Uygulamada, ilk olarak, panel veri setlerindeki yatay kesit bağımlılığı test etmek için, Breusch-Pagan (1980) CD_{LM1} ve Pesaran vd. (2004) CD_{LM2} testleri kullanılmaktadır. Panel serilerinin durağanlığını test etmek için ise, 1. nesil birim kök testleri olarak adlandırılan tahmincilerden Levin-Lin ve Chu (LLC), Breitung, Im-Pesaran ve Shin (IPS), Fisher ADF, Fisher PP ve Hadri birim kök testleri; 2. nesil birim kök testlerinden Breuer vd. (2001)'in SURADF (Seemingly Unrelated Regression Augmented Dickey-Fuller Test) tahmincisi, Pesaran (2006)'nın CADF (Cross-sectionally Augmented Dickey-Fuller) tahmincisi ve Im vd. (2003) tarafından geliştirilen, panel ülkelerinin durağanlıklarını bütün olarak sınavan CIPS tahmincisi yardımıyla serilerin durağan süreç karakteristikleri araştırılacaktır. Modelin anlamlılığını ve etkinliğini sıladıktan sonra, panel veri setinde yatay kesit bağımlılığının ve olasılıksal (durağan olmayan) süreç karakteristiğinin ortaya çıkması sonucunda, Pedroni (1999), Kao (1999), Johansen-Fisher eşbütünleşme testlerinin yanında, yatay kesit bağımlılığı ve yapısal kırılmaları dikkate alan Westerlund (2007) eşbütünleşme testi de uygulanmaktadır. Modelde eşbütünleşik ilişkinin varlığı kanıtlandıktan sonra, uzun

dönem katsayılarını tahminlemek için Panel ARDL tahmincisi olarak, Pesaran vd. (1999) çalışmasında geliştirilen MG (Mean Group) ve PMG (Pooled Mean Group) tahmincileri ve DOLS (Dynamic OLS) tahmincisi kullanılmaktadır.

Ekonometrik analiz sonucunda, ülkelerin sermaye kontrollerini uygulamasının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yarattığı ve sermaye akımlarındaki dalgalanmaların yol açtığı kırılganlıkların engellenmesinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Aynı dönem için iki ayrı panel grubu üzerinde test yapılması sonucunda, sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan ülkelerin, sermaye girişleri üzerinde kontrol uygulayan ülkelere göre daha olumlu sonuçlar elde ettiği ortaya çıkmaktadır. Sermaye kontrollerinin parasal politikalarla desteklenmesi, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmakta ve sermaye kontrolleri de parasal politikaların otonomisinin sağlanmasının yanında, etkinliğinin artırılmasında da anlamlı ve etkin sonuçlar doğurmaktadır. Sermaye hareketliliğindeki artışların bir sonucu olarak yaşanan ani dalgalanmalar ise, ekonomiyi krizlere sürüklemekte ve ekonomide gerilemelere neden olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

ABSTRACT

During the last few years a number of authors have argued that free capital mobility produces macroeconomic instability and contributes to financial vulnerability in the emerging nations. Controversy regarding the costs and benefits of globalization has taken center stage in policy and academic circles. While concerns over the benefits of capital mobility once voiced by John Maynard Keynes during the design of the Bretton Woods System were nearly forgotten in the 1970s and 1980s, the crises of the last decade have revived the debate over the merits of international financial integration. The most powerful argument in favor of international capital mobility, voiced by, among others, Stanley Fischer, Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, and Larry Summers, is that it facilitates an efficient global allocation of savings by channelling financial resources to their most productive uses, thereby increasing economic growth and welfare around the world. But some other prominent academics are among the skeptics of international financial integration. But some other prominent academics are among the skeptics of international financial integration. Paul Krugman (1998), for example, argues that countries that experience full-blown crises should use capital controls. Dani Rodrik (1998) claims that international financial liberalization creates a higher risk of crises for developing countries.

In this study examines the relationship between restrictions to capital mobility and external crises for 10 developing countries during the period 1985 to 2011. As a result of econometric studies, a cross sectionally dependence among panel data of countries have been achieved. Therefore, unit root estimations have been attained by using the first and second generation unit root tests. This note uses panel Levin-Lin ve Chu (LLC), Breitung, Im-Pesaran ve Shin (IPS), Fisher ADF, Fisher PP, Hadri, SURADF (Seemingly Unrelated Regression Augmented Dickey-Fuller Test), CADF (Cross-sectionally Augmented Dickey-Fuller) unit root tests. The empirical results from several panel-based unit-root test indicate that the per capita real GDP for all the countries studied are statistically significant non-stationary process. Within the scope of this study, Pedroni, Kao and Westerlund cointegration tests are analyzed as co-integration test; MG (Mean Group), PMG (Pooled Mean Group) and DOLS (Dynamic OLS) estimators to estimate long term parameters.

Doktora tezi olarak sunduğum “**Uluslararası Sermaye Akımları Üzerindeki Kontroller ve Büyüme Dinamikleri Üzerindeki Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği**” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../2013

Serkan Çınar

T.C
YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
ULUSAL TEZ MERKEZİ

TEZ VERİ GİRİŞİ VE YAYIMLAMA İZİN FORMU

| | |
|--------------------------|---|
| Referans No | 463929 |
| İşlem Türü | İşlemede |
| Yazar Adı / Soyadı | Serkan Çınar |
| Uyruğu / T.C.Kimlik No | T.C. 16093731820 |
| Telefon / Cep Telefonu | |
| e-Posta | serkan.cinar@cbu.edu.tr |
| Tezin Dili | Türkçe |
| Tezin Özgün Adı | Uluslararası Sermaye Akımları Üzerindeki Kontroller ve Büyüme Dinamikleri Üzerindeki Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği |
| Tezin Tercümesi | Controls on International Capital Flows and Effects in Growth: Developing Countries' Samples |
| Konu Başlıkları | Ekonomi Ekonometri |
| Üniversite | Celal Bayar Üniversitesi |
| Enstitü / Hastane | Sosyal Bilimler Enstitüsü |
| Bölüm | İktisat Bölümü |
| Anabilim Dalı | İktisat Teorisi Anabilim Dalı |
| Bilim Dalı / Bölüm | İktisat Bilim Dalı |
| Tez Türü | Doktora |
| Yılı | 2013 |
| Sayfa | 228 |
| Tez Danışmanları | Yrd. Doç. Dr. C. Erdem Hepaktan |
| Dizin Terimleri | Sermaye akımları=Capital flows Finansal kontrol=Financial control Gelişmekte olan ülkeler=Developing countries Büyüme=Growth |
| Önerilen Dizin Terimleri | |
| Yayımlama İzni | <input checked="" type="checkbox"/> Tezimin yayımlanmasına izin veriyorum <input type="checkbox"/> Ertelemesini istiyorum |

a. Yukarıda başlığı yazılı olan tezinin, ilgilienlerin incelemesine sunulmak üzere Yükseköğretim Kurulu Ulusal Tez Merkezi tarafından arşivlenmesi, kağıt, mikroform veya elektronik formatta, internet dahil olmak üzere her türlü ortamda çoğaltılması, ödünç verilmesi, dağıtımı ve yayımı için, tezimize ilgili fikri mülkiyet haklarımız saklı kalmak üzere hiçbir ücret (royalty) ve erteleme talep etmeksizin izin verdiğimi beyan ederim.

21.03.2013

İmza:.....

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 31.01.2013 tarih ve 3/16 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisans Üstü öğretim Yönetmeliği'nin 24. Maddesi gereğince Enstitümüz İktisat Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Serkan ÇINAR'ın "Uluslararası Sermaye Akımları Üzerindeki Kontroller ve Büyüme Dinamikleri Üzerindeki Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği" konulu tezi incelenmiş ve aday 28.02.2013 tarihinde saat 11:00'de jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 30 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna OY BİRLİĞİ
DÜZELTME yapılmasına * OY ÇOKLUĞU
RED edilmesine ** ile karar verilmiştir.

* Bu halde adaya 6 ay süre verilir.

** Bu halde adayın kaydı silinir.

BAŞKAN

Yrd.Doç.Dr. C. Erdem HEPAKTAN
(Danışman)

ÜYE

Prof.Dr. İbrahim EROL

ÜYE

Prof.Dr. Mustafa ÖZATEŞLER

ÜYE

Prof.Dr. Bünyamin DURAN

ÜYE

Prof.Dr. Doğan UYSAL

Evet Hayır

*** Tez, burs, ödül veya Teşvik prog. (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir

Tez, mutlaka basılmalıdır

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

J

**ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDEKİ KONTROLLER VE
BÜYÜME DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ:
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÖRNEĞİ**

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ.....1

BÖLÜM I

**ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARINDAKİ GELİŞMELER VE TÜRKİYE
EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ**

I. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI.....5

A. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI.....6

**1. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER VE DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE
YATIRIMLARI İLİŞKİSİ8**

a. Çok Uluslu Şirketler.....10

b. Çok Uluslu Şirketlerin Başka Ülke Pazarlarına Giriş Yolları.....12

2. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMI TÜRLERİ.....13

a. Ortak Girişim (Joint Venture).....14

b. Şirket Evlilikleri (Şirket Birleşmeleri).....14

c. Stratejik Birleşmeler.....16

3. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMI TEORİLERİ.....16

a. Klasik ve Neo-Klasik Yaklaşımlarda Dış Ticaret Teorisi.....17

b. Modern Dış Ticaret Teorisi.....17

c. Yeni Dış Ticaret Teorileri.....19

d. Ürünün Hayat Devreleri Teorisi.....19

e. Oligopolistik Tepki Teorisi.....20

| | |
|---|----|
| f. Endüstriyel Organizasyon Teorisi (S. Hymer – C.P. Kindleberger Teorisi)..... | 20 |
| g. İçselleştirme Teorisi..... | 22 |
| h. Dunning'in Eklektik Paradigması (OLI Paradigması)..... | 22 |
| 4. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARIN NEDENLERİ..... | 24 |
| a. Dış Ticareti Kısıtlayıcı Önlemlerden Kaçınmak..... | 24 |
| b. Üretim Faaliyetlerinin Bütünleşmesi..... | 24 |
| c. Hammaddelere ve Pazara Yakınlık..... | 24 |
| d. Aktarılmak İstenmeyen Bilgilerin Varlığı..... | 25 |
| e. Şirket Kalite Düzeyinin Korunması..... | 25 |
| f. Şirket Markasından Yararlanmak..... | 25 |
| g. Ucuz Yabancı Faktör Kullanımı..... | 25 |
| h. Riski Azaltma İsteği..... | 26 |
| ı. Ürünün Yaşam Dönemi Hipotezi..... | 26 |
| i. Yerel Piyasadaki Kısıtlamalardan Kurtulmak..... | 26 |
| j. Yabancı Teknolojileri Öğrenme..... | 27 |
| k. Müşteri İzleme..... | 27 |
| l. Yatırım Çekmek İsteyen Ülke Açısından Paket Teorisi..... | 27 |
| B. PORTFÖY YATIRIMLARI..... | 28 |
| 1. PORTFÖY YATIRIMI TEORİLERİ..... | 29 |
| a. Modern Portföy Teorisi..... | 30 |
| b. Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli..... | 30 |
| c. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi..... | 32 |
| C. SERMAYE AKIMLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER..... | 33 |
| 1. SERMAYE AKIMLARINA İLİŞKİN NEO-KLASİK GÖRÜŞ..... | 34 |
| 2. SERMAYE AKIMLARA YÖNELİK NEO-KLASİK GÖRÜŞÜN REDDİ..... | 37 |

| | |
|--|-----------|
| D. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI İLE PORTFÖY YATIRIMLARI ARASINDAKİ FARKLAR..... | 42 |
| E. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ VE BÜYÜME DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 44 |
| II. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ..... | 49 |
| A. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİLERİ..... | 50 |
| B. AZ GELİŞMİŞLİK OLGUSU..... | 52 |
| C. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ..... | 53 |
| D. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE’DEKİ GELİŞİMİ VE ÖNEMİ..... | 67 |
| E. 2007-2008 KÜRESEL MALİ KRİZ VE KRİZİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ..... | 80 |

BÖLÜM II

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ ÜZERİNDEKİ KONTROLLER VE ÜLKE DENEYİMLERİ

| | |
|--|------------|
| I. SERMAYE KONTROLLERİNİN (KISITLAMALARININ) KAPSAMI..... | 85 |
| A. SERMAYE KONTROLLERİNİN TÜRLERİ..... | 88 |
| B. SERMAYE KONTROLLERİNİN AMAÇLARI..... | 90 |
| II. SERMAYE GİRİŞLERİ ÜZERİNDEKİ KONTROLLER..... | 93 |
| III. SERMAYE ÇIKIŞLARI ÜZERİNDEKİ KONTROLLER..... | 99 |
| IV. SERMAYE KONTROLLERİNİN ETKİNLİĞİ..... | 101 |

| | |
|---|------------|
| V. SERMAYE KONTROLLERİNİN MALİYETİ..... | 103 |
| VI. SERMAYE KONTROLLERİNİN EKONOMİYE ETKİLERİ..... | 105 |
| VII.SERMAYE KISITLAMALARI VE ÜLKE DENEYİMLERİ..... | 109 |
| A. GİRİŞLER ÜZERİNDEKİ SERMAYE KONTROLLERİNİN KULLANIMI..... | 118 |
| 1. BREZİLYA DENEYİMİ (1993-1997)..... | 119 |
| 2. ŞİLİ DENEYİMİ (1991-1998)..... | 122 |
| 3. KOLOMBİYA DENEYİMİ (1993-1998)..... | 125 |
| 4. MALEZYA DENEYİMİ (1994)..... | 127 |
| 5. TAYLAND DENEYİMİ (1995-1997)..... | 130 |
| 6. TÜRKİYE DENEYİMİ (2001-2010)..... | 133 |
| B. ÇIKIŞLAR ÜZERİNDEKİ SERMAYE KONTROLLERİNİN KULLANIMI..... | 137 |
| 1. MALEZYA DENEYİMİ (1997-1999)..... | 137 |
| 2. İSPANYA DENEYİMİ (1992)..... | 140 |
| 3. TAYLAND DENEYİMİ (1997-1998)..... | 143 |

BÖLÜM III

SERMAYE KONTROLLERİNİN BÜYÜME DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN PANEL VERİ ANALİZİYLE SINANMASI

| | |
|--|------------|
| I. SERMAYE AKIMLARI VE KONTROLLER..... | 146 |
| II. SERMAYE HAREKETLİLİĞİ..... | 148 |
| III. SERMAYE KONTROLLERİNİN TEORİK TEMELİ..... | 150 |
| A. ÖDEMELER BİLANÇOSU DENGESİ VE MAKROEKONOMİK POLİTİKALAR..... | 150 |

| | |
|---|------------|
| B. GELİŞMEKTE OLAN FİNANSAL PİYASALAR VE DÜZENLEYİCİ ÖNLEMLER..... | 151 |
| C. GELECEĞE YÖNELİK DÜZENLEMELER..... | 152 |
| D. DİĞER ETKENLER..... | 153 |
| IV. LİTERATÜR TARAMASI..... | 153 |
| V. EKONOMETRİK MODEL VE METODOLOJİ..... | 160 |
| A. YATAY KESİT BAĞIMLILIĞI..... | 164 |
| B. 1. ve 2. NESİL BİRİM KÖK TESTLERİ..... | 165 |
| C. EŞBÜTÜNLEŞME TESTLERİ..... | 167 |
| D. UZUN DÖNEM KATSAYILARI..... | 169 |
| VI. EKONOMETRİK ANALİZ..... | 170 |
| A. PANEL VERİ SETİ..... | 170 |
| B. YATAY KESİT BAĞIMLILIĞI ANALİZİ..... | 171 |
| C. 1. NESİL DURAĞANLIK ANALİZİ..... | 173 |
| D. 2. NESİL DURAĞANLIK ANALİZİ..... | 174 |
| E. EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ..... | 180 |
| F. UZUN DÖNEM KATSAYILARININ TAHMİNİ..... | 186 |
| VII. ULUSLARARASI SERMAYEYE YÖNELİK POLİTİKA ÖNERİLERİ | 191 |
| VIII. SONUÇ..... | 194 |
| IV. TÜRKİYE İÇİN POLİTİKA ÖNERİLERİ..... | 199 |
| KAYNAKÇA..... | 205 |

Yazdır

TABLolar LİSTESİ

| | |
|---|------------|
| Tablo 1.1: Çok Uluslu Şirketlerin Ülke Ekonomilerine Olumlu ve Olumsuz Etkileri..... | 9 |
| Tablo 1.2: Cari İşlemlerdeki Ani Duruşlar ve Geri Dönüşler (1970-2005)..... | 49 |
| Tablo 1.3: Ülke Gruplarına Göre Gıda Harcamalarının Toplam Harcamalar İçindeki % Payı ve GSYİH'ya Oranı Olarak Bireysel Tasarruf Oranları..... | 53 |
| Tablo 1.4: Gelişmekte Olan Ükelere Net Sermaye Akımları..... | 59 |
| Tablo 1.5: Gelişmekte Olan Ükelere Net Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri..... | 62 |
| Tablo 1.6: En Borçlu 10 Ülke (2010)..... | 64 |
| Tablo 1.7: Uluslararası İşçi Dövizi Akımları (2001-2010)..... | 66 |
| Tablo 1.8: Türkiye'ye gelen Doğrudan Yabancı Yatırımlar (1954-1979)..... | 69 |
| Tablo 1.9: Türkiye'deki Sermaye Akımları (1989-1999)..... | 74 |
| Tablo 2.1: Sermaye Kontrollerinin Amaçları..... | 91 |
| Tablo 2.2: Sermaye Kontrollerinin Etkinliği..... | 103 |
| Tablo 2.3: Sermaye Giriş ve Çıkışlar Üzerinde Kontrollerin Uygulanabileceği Sermaye İşlemleri..... | 107 |
| Tablo 2.4: Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontroller (Asya Ülkeleri)..... | 109 |
| Tablo 2.5: Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontroller (Doğu Avrupa ve Latin Amerika Ülkeleri)..... | 113 |
| Tablo 2.6: Sermaye Çıkışlar Üzerindeki Kontroller (Asya, Avrupa ve Latin Amerika Ülkeleri)..... | 116 |
| Tablo 2.7: Dönemler İtibariyle Brezilya Ödemeler Bilançosu (GSYİH'nın %'si) ve GSYİH Büyümesi..... | 120 |
| Tablo 2.8: Brezilya'da 1974-2004 Dönemine İlişkin Net Sermaye Akımlarının | |

| | |
|--|-----|
| Bileşimi (GSYİH Oranı - %) | 121 |
| Tablo 2.9: Şili Uluslararası Yatırım Pozisyonu (1980-2002) | 124 |
| Tablo 2.10: 1990-1998 Dönemine İlişkin Kolombiya Ekonomisinin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri(GSYİH Oranı - %) | 126 |
| Tablo 2.11: 1990-1998 Dönemine İlişkin Malezya Ekonomisinin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri (GSYİH Oranı - %) | 129 |
| Tablo 2.12: 1990-1998 Dönemine İlişkin Tayland Ekonomisinin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri (GSYİH Oranı - %) | 132 |
| Tablo 2.13: Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımları (1993-2002) | 134 |
| Tablo 2.14: Türkiye Ekonomisinin Temel Ekonomik Göstergeleri (1996-2002) | 136 |
| Tablo 2.15: Malezya Ekonomisinin Seçilmiş Göstergeleri (1990-2010) | 139 |
| Tablo 2.16: 1990-1998 Dönemine İlişkin İspanya Ekonomisinin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri (GSYİH Oranı - %) | 142 |
| Tablo 2.17: Tayland Ekonomisinin Seçilmiş Göstergeleri (1990-1998) | 144 |
| Tablo 3.1: Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontrollere Yönelik Literatür Taraması | 154 |
| Tablo 3.2: Sermaye Çıkışları Üzerindeki Kontrollere Yönelik Literatür Taraması | 157 |
| Tablo 3.3: Panel (Çok Ülkeli) Veri Analizi Kullanılmış Çalışmalarda Kontrollere Yönelik Literatür Taraması | 159 |
| Tablo 3.4: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkeler Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları | 172 |
| Tablo 3.5: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları | 172 |
| Tablo 3.6: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin 1. Nesil Panel Birim Kök Test Sonuçları | 173 |

| | |
|---|------------|
| Tablo 3.7: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin 1. Nesil Panel Birim Kök Test Sonuçları..... | 174 |
| Tablo 3.8: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin CIPS 2. Nesil Durağanlık Testi..... | 175 |
| Tablo 3.9: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin CIPS 2. Nesil Durağanlık Testi..... | 175 |
| Tablo 3.10: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin SURADF Test ve Kritik Değerleri..... | 177 |
| Tablo 3.11: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin SURADF Test ve Kritik Değerleri..... | 178 |
| Tablo 3.12: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin CADF Test ve Kritik Değerleri..... | 179 |
| Tablo 3.13: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin CADF Test ve Kritik Değerleri..... | 180 |
| Tablo 3.14: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Pedroni Eşbütünleşme Test Sonuçları..... | 181 |
| Tablo 3.15: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Pedroni Eşbütünleşme Test Sonuçları..... | 182 |
| Tablo 3.16: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Kao Hata Eşbütünleşme Testi Sonuçları..... | 182 |
| Tablo 3.17: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Kao Hata Eşbütünleşme Testi Sonuçları..... | 183 |
| Tablo 3.18: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Johansen-Fisher Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları..... | 183 |
| Tablo 3.19: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Johansen-Fisher Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları..... | 184 |
| Tablo 3.20: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Westerlund Eşbütünleşme Testi Sonuçları..... | 185 |
| Tablo 3.21: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Westerlund Eşbütünleşme Testi Sonuçları..... | 186 |

| | |
|--|------------|
| Tablo 3.22: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin DOLS Testi Sonuçları..... | 187 |
| Tablo 3.23: Sermaye Çıktıları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin DOLS Testi Sonuçları..... | 188 |
| Tablo 3.24: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin PMG ve MG Testi Sonuçları..... | 189 |
| Tablo 3.25: Sermaye Çıktıları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin PMG ve MG Testi Sonuçları..... | 190 |

ŞEKİLLER VE GRAFİKLER LİSTESİ

| | |
|---|----|
| Şekil 1.1: Genel Uluslararası Sermaye Akımları Teorileri..... | 33 |
| Şekil 1.2: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Akımları (2001-2010)..... | 57 |
| Şekil 1.3: Gelişmekte Olan Ükelere Net Sermaye Akımları (2001-2010)..... | 58 |
| Şekil 1.4: Gelişmekte Olan Ükelere Net Borç ve Hisse Senedi Akımları (2001-2010).... | 60 |
| Şekil 1.5: Gelişmekte Olan Ükelere Net Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (2001-2010)..... | 61 |
| Grafik 1.1: Uluslararası Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyümeyi Etkileme Yolları..... | 46 |
| Grafik 2.1: Sermaye Girişi Artışları: Makroekonomik Politikalar ve İstikrar Politikaları..... | 96 |

KISALTMALAR LİSTESİ

ARDL: Ardışık Bağımlı Gecikmesi Dağıtılmış Modeller (The Auto-regressive Distributed Lag)

AREAR: Döviz Düzenlemelerine ve Kısıtlamalarına İlişkin Yıllık Rapor (Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions)

BRIC: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin

CADF: Yatay Kesitsel Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi (Cross-sectionally Augmented Dickey-Fuller)

CAR: Cari İşlemler Geri Dönüşleri (Current Account Reverseal)

CC: Sermaye Kontrolleri İndeksi (Capital Controls)

CIPS: Yatay Kesitsel Im, Pesaran ve Shin Testi (Cross-sectionally Im, Pesaran and Shin Test)

DB: Dünya Bankası (World Bank)

DOLS: Dinamik En Küçük Kareler (Dynamic OLS)

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

DTÖ: Dünya Ticaret Örgütü (World Trade Organization)

DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar

EMS: Avrupa Para Sistemi (European Monetary System)

ERM: Avrupa Kur Mekanizması (European Rate Mechanism)

EVDS: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

GATT: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (The General Agreement on Tariffs and Trade)

GDF: Küresel Kalkınma Finansmanı (Global Development Finance)

GOÜ: Gelişmekte Olan Ülkeler

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)

IOF: Mali İşlemler Vergisi

LM: Lagrange Çarpanı (Lagrange Multipliers)

MPT: Modern Portföy Teorisi

MG: Ortalama Grup (Mean Group)

NBER: Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu (The National Bureau of Economic Research)

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

WEO: Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook)

OP: Dışa Açıklık İndeksi (Openness Index)

PMG: Toplanmış Ortalama Grup (Pooled MEan Group)

SS: Ani Duruşlar (Sudden Stops)

SURADF: Görünürde İlişkisiz Regresyonlarda Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi (Seemingly Unrelated Regression Augmented Dickey-Fuller Test)

ST: Sterilizasyon İndeksi (Sterilizasyon Index)

WCCE: Ağırlıklandırılmış Sermaye Kontrollerinin Etkinliği İndeksi (Weighted Capital Controls Effectiveness Index)

WDI: Dünya Kalkınma Göstergeleri (World Development Indicators)

TEPAV: Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı

GİRİŞ

Araştırmanın Amacı

Yaşanan krizler ve bu krizlerin yaratmış olduğu sorunlar, gelişmiş ülkeler de dahil olmak üzere pek çok ülkede ve uluslararası finans çevrelerinde, sermaye hareketlerinin serbestliğini savunan politikaların sorgulanmasına ve alternatif politika uygulamalarının gerekliliğini ve önemini vurgulayan görüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu görüşler doğrultusunda, üzerinde en çok tartışılan alternatif politika uygulaması olarak sermaye hareketlerinin kısıtlanması fikri öne çıkmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin sınırlanması ve kontrolüne yönelik öneriler, hem büyüklüğü hem de bulaşıcılık özelliği nedeniyle birçok gelişmekte olan ülkeyi etkisi altına alan Asya Krizi ile birlikte yüksek sesle dile getirilmeye başlanmıştır. Asya Krizi'nden sonra; Rusya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin'de yaşanan finansal krizler ise, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde istikrarsızlık yaratan sermaye hareketlerinin sınırlanmasına yönelik tartışmaların daha da yoğunlaşmasına neden olmuştur.

Uluslararası sermaye hareketlerinin 2001-2007 döneminde aşırı boyutlara ulaşması sonucunda, yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde iç ekonomik dengesizliklere yol açtığı görüşü tartışılmakta ve yandaş bulmaktadır. Küresel mali krizin ardından, özellikle kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinin tekrar gelişmekte olan ekonomilere akmaya başladığı gözlenmekte ve bu fonların aktığı ülkenin makro ekonomik değişkenlerini olumsuz yönde etkilediği görülebilmektedir. Böyle bir ortamda, uluslararası sermaye hareketlerinin denetiminden sıkça söz edilmesi ve tekrar tartışılmaya başlanması oldukça doğal ve gereklidir.

Çalışmada, sermaye hareketliliğini sınırlandırmak için kontroller uygulamanın dış kaynaklı krizlerin azaltılmasını sağlayıp sağlamadığı ve bir kriz meydana geldiğinde, sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerin daha açık sermaye hesabına sahip ülkelere göre daha düşük maliyetlerle krizden çıkıp çıkamadığı araştırılmaktadır. Bu amaçla, panel (çok ülkeli) veri seti kullanılarak gelişmiş ekonometrik analiz yöntemleriyle sermaye girişleri ve sermaye çıkışları üzerinde uygulanan kısıtlamalarının ayrı ayrı büyüme dinamiklerine etkisi sınanmaktadır.

Araştırmanın Kapsamı

Değişen dünya koşulları sonucunda iktisadi alanların tümünü etkileyen küreselleşme süreci, özellikle 1970'li ve 1980'li yıllarda finans sektöründe köklü değişimleri beraberinde getirmiştir (Eroğlu, 2002; 15). Bu süreç, mali piyasalar açısından şimdiye kadar görülmemiş bir bütünleşme ve genişlemeye bağlı olarak, uluslararası sermaye akımlarında köklü değişimlere neden olmuştur. Bu değişim sürecinde uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, bu serbestleşmeye paralel olarak uluslararası sermayeye de ekonomik gelişme içinde büyük önem kazandırmıştır (Akdiş, 2000;28).

Ekonomik anlamda küreselleşmenin şu üç boyutu dikkat çekicidir: ticari küreselleşme, üretimin küreselleşmesi ve mali küreselleşme. Ticari küreselleşme veya küresel ticaret, diğerlerinden daha eski bir gelişmedir. Bu gelişme, 1947'de kurulan GATT çerçevesinde gümrük tarifeleri ve kotaların kaldırılarak uluslararası ticaretin evrensel boyutlarda serbestleşmesi çalışmalarıyla başlatılmıştır. Üretimin küreselleşmesi, sınır ötesi üretimin yaygınlaşmasını ifade eder. Başka bir deyişle, günümüzde dünya üretiminin çok önemli bir payı çok uluslu işletmeler tarafından ana ülke sınırları dışında gerçekleştirilmektedir. Aslında bu anlamda küreselleşme de çok yeni olmayıp, II. Dünya Savaşı dönemine kadar inmektedir. Ekonomik küreselleşmenin üçüncü boyutu, mali küreselleşmedir. Mali küreselleşme, ülkelerin kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarıyla ilgili olarak uygulamakta oldukları engel ve kısıtlamaları kaldırıp, yurtiçi piyasaların dünya piyasalarıyla bütünleşmelerinin bir sonucudur. Bu gelişmeler dolayısıyla, sermayenin uluslararası alanda dolaşımında büyük artışlar olmuş ve dünya tek bir mali piyasa durumuna dönüşmüştür. Mali küreselleşme olayı, 1980 sonrası döneme aittir ve küreselleşme kavramı da özellikle mali liberalleşme ile birlikte yaygınlık kazanmıştır. Finans piyasalarının serbestleşmesi, uluslararası sermaye akımlarının boyutlarını ve akışkanlığını arttırmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin artan akışkanlığı küreselleşmenin belirleyici bir özelliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde uluslararası finansal sermayenin akışkanlığını düzenleyen finansal araçların çeşitliliği küreselleşme evrelerinin niteliksel farklarını da ortaya çıkarmaktadır (Galbraight, 1990; 82). 19. ve 20. yüzyıl küreselleşme evrelerinin sermaye hareketleri

açısından en önemli farkı, birinci evre reel bir mal ile (altın standardı) düzenlenirken, günümüzdeki ikinci evrenin kağıt paraların nominal değişim hareketlerine bağlı olduğudur. Ulusal paraların değişim hadlerindeki bu belirsizlik, finansal sistemin işleyişi bakımından bir yandan büyük riskler taşıırken bir yandan da spekülasyon nitelikli kazançları özendirilmekte ve finansal sermayenin akışkanlığını reel üretim dünyasından kopartarak uyarmaktadır (Yeldan, 2003; 19).

Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada, sermaye kontrollerinin makroekonomik kırılganlıkları azaltıp azaltmadığının ve dışsal krizlerden daha az etkilenip etkilenilmediği panel verilerine uygulanan ekonometrik analizlerle araştırılmaktadır. Uygulamada, panel veri setlerinde yatay kesit bağımlılığı test edilecek, serilerin durağanlıkları 1. ve 2. nesil birim kök testleriyle sınanmaktadır. Panel veri setinin anlamlılığını ve etkinliğini sınadıktan sonra, yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ve almayan tahmincilerle, eşbütünlüğün varlığı araştırılmaktadır. Son olarak ise, oluşturulan denklemlerde uzun dönem katsayıları bulunmaktadır.

Ekonomik değişkenlerin modele dahil edildiği uygulamalarda, serilerin yapısal kırılma göstermesi ve doğrusal olmayan bir karakteristiğe sahip olması genellikle karşılaşılan bir durum olmaktadır. Bu nedenle, doğrusal olmayan serilerde de tahminleme yapabilen testlerin uygulanması gerekmektedir. Panel veri kullanan ekonometrik uygulamalarda yatay kesit bağımlılığının olup olmasına göre de, farklı testlerin uygulanması da bir gereklilik olmaktadır. Uygulamaya dahil edilen verilerin hem yapısal kırılma göstermesi hem de yatay kesit bağımlılığının oluşması sonucunda, uygun testler kullanılarak daha anlamlı, tutarlı ve etkin sonuçlara ulaşılmaktadır. Ekonometrik analizlerle ulaşılan sonuçlar ışığında, para ve maliye politikası bileşenlerinden oluşan sermaye kontrollerinin kullanımı önerilmektedir. Ancak, ekonomik değişkenler, modele dahil edilebilen değişkenlerin yanında; politik, sosyal ve kültürel pek çok değişkenden de etkilenmektedir. Bunun sonucunda, sermaye kontrollerinin yanında yapısal kırılganlıkların engellenmesi gerektiği ve politik, sosyal ve kültürel değişkenlerin de ekonomiyi ciddi oranda etkilediği unutulmamalıdır.

BÖLÜM I

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARINDAKİ GELİŞMELER VE TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ

Dünyada son yıllarda gerçekleşen teknolojik gelişmeler sonucunda uluslararası sermaye akımlarının boyutlarında ve yapısında önemli değişiklikler görülmektedir. Buna ek olarak, dünya finans piyasalarının artan bütünleşme ve serbestleşme uygulamaları, ülke piyasaları arasındaki uluslararası sermaye akımlarını önemli ölçüde arttırmıştır. II. Dünya Savaşı'ndan sonra dünya ekonomisi çok hızlı ve çeşitli oluşumlara sahne olmuştur. Günümüzde, dünya ekonomisi, tek bir bütün haline gelen toplumsal, politik ve kültürel alanları da içine alarak ulusal sınırları aşan bir oluşum içindedir. Genel olarak küreselleşme olarak nitelendirilen bu oluşum, dünya ölçeğinde ekonomik, sosyal ve kültürel alanlarda önemli değişimlere yol açmıştır. Küreselleşmeyle birlikte sermaye hareketleri, üretim ve teknoloji uluslararası şirketler aracılığıyla küresel boyutlara ulaşmakta ve dünya ekonomisinde genel olarak bu şirketlerin daha çok söz sahibi olmasına yönelik bir değişim yaşanmaktadır.

Uluslararası likiditede görülen istikrarsızlıklar, özellikle sermaye hesabı görece daha açık olan gelişmekte olan ülkelerde dışsal krizlere neden olmaktadır. Finansal piyasaları uluslararası piyasalarla rekabet edebilecek düzeye ulaşmamış gelişmekte olan ülkeler, ülkelere giren ve çıkan sermaye hareketleri üzerinde kısıtlamalar (kontroller) uygulamış ve bu kısıtlamalar, literatürde sıkça tartışılmıştır. Sermaye denetimlerinin uygulanması için öne sürülen gerekçelerden biri, sıcak paranın ülke para biriminin değerini aşırı şekilde arttırmasını, böylece ekonominin rekabet yeteneğine zarar vermesini önlemek olmaktadır. Bir diğer gerekçe ise, finans piyasalarında görülen ani değişiklikler karşısında, büyüme ve istihdamı olumsuz yönde etkileyebilen kırılganlıkları önlemektir. Sermaye kontrollerine karşı çıkan IMF bile, sermaye denetimleri uygulayan kalkınmakta olan ülkelerin mortgage krizinin yan tesirlerinden daha az etkilendiğine dair kanıtlar ortaya koymaktadır. Şili, Kolombiya, Brezilya ve Malezya gibi ülkelerde sermaye denetimlerinin sonuçlarına dair ampirik çalışmalar

bulunmasına rağmen, sermaye kontrollerinin ülke ekonomisine etkileri sonucunda nihai sonuçlara daha ulaşamamıştır. Çalışmada, ilgili literatür incelenerek, sermaye kontrollerinin ülke ekonomilerine etkileri ekonometrik analizlerle ortaya koyulmaktadır.

I. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI

Uluslararası sermaye, bir ülkenin sermaye stokuna, o ülkenin ulusal sınırları dışındaki başka bir ülkenin kurum veya vatandaşlarının sahipliği olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bir ülkede yerleşik bulunanların kendi ülkelerinin sınırları dışında servet edinmelerine, uluslararası yatırım veya uluslararası sermaye yatırımı denir (Uras, 1979; 24). Uluslararası sermaye akımı ise, yatırım amacıyla bir ülkedeki yerleşik kişi veya kurumlara fon aktarılması veya gönderilmesi olarak açıklanmaktadır. Uluslararası sermayenin ülke ekonomisine çekilmesindeki amaç, ekonomik kalkınmayı sağlamak için gerekli olan sermayenin bir kısmının dış kaynaklardan sağlanabilmesidir. Hükümetler, halka kısa zamanda refah sağlamak için uluslararası sermayeyi gerek yatırım gerekse borçlanma şeklinde davet etmektedir. Ülke vatandaşları ise, uluslararası sermayeyi kendi yatırım amaçlarının gerçekleşmesi için talep etmektedirler. Böyle ülkeler, kendi tasarruflarından daha fazlasını yatırıma dönüştürme imkanına sahip olacaktır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için ekonomik kalkınmanın önündeki en büyük engellerden biri kaynak yetersizliğidir. Çünkü, ekonomik kalkınma için yatırım yapılması bir zorunluluktur. Yatırım olmadan kalkınma (gelişme) sağlanamaz, üretim arttırılamaz. Bu sebeple yatırımlar, ekonominin kalkınma sürecinde büyük bir öneme sahiptir. Az gelişmiş ülkeler ekonomik kalkınma çabalarında önemli bir sermaye kısıtı ile karşı karşıya iken, gelişmiş ülkelerde sermaye faktörü görece fazla olarak bulunmaktadır. Ülkeler arasında sermaye donanımları açısından ortaya çıkan bu dengesizlik, dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu doğurmaktadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar, sermaye birikiminin tek kaynağıdır. Ancak dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar, yabancı sermaye ile de finanse edilebilecektir. Az gelişmiş ülkeler, finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslararası sermaye hareketlerinden faydalanmaya çalışmaktadır.

Başka bir tanımlamaya göre, uluslararası (yabancı) sermaye, bir ülkenin karşılığını değişik biçimlerde ileride ödemek üzere, başka ülkelerden kısa sürede ekonomik gücüne ekleyebileceği mali ve/veya teknolojik kaynaklardır. Bu kaynaklar, bir ülkeden başka bir ülkeye borç olarak gitmekte ve karşılığı ana para ve faiz ödemesi şeklinde olmaktadır. Ayrıca, yatırıma veya yatırım ve üretime katılma şeklinde de gerçekleşebilir, bu durumda bir ülkenin diğer ülkede mülkiyet hakkı doğar, karşılığı rant veya kar şeklinde olmaktadır (Uras, 1979; 27).

Yabancı sermayenin diğer bir tanımı, bir ülkede yerleşik kişi veya kuruluşların ülke sınırlarının dışında servet edinmeleridir. Yabancı ülkelerde edinilen servetler ise, ya mali ya da reel (fiziki) bir nitelik taşıyabilir. Yabancı tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin satın alınmasıyla gerçekleştirilen yatırımlara, uluslararası portfolyo yatırımı da denmektedir. Yabancı ülkelerde bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerler elde edilmesi de dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının kapsamını oluşturmaktadır (Seyidoğlu, 2007; 344).

Uluslararası sermayenin yukarıdaki tanımları ışığında, temelde yabancı ülkelerde tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin satın alınmasıyla elde edilen mali nitelikli yatırımlar portföy yatırımı (PY); bina, fabrika, arazi ve tesis gibi reel nitelikli fiziki değerlerin elde edilmesi de doğrudan yabancı yatırım (DYY) olarak sınıflandırılmaktadır. Bununla birlikte doğrudan üretime yansıyan teknoloji, işletme bilgisi ve deneyimleri biçimindeki yatırımlar da, uluslararası sermaye yatırımı olarak kabul edilebilir.

A. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

“Doğrudan yabancı sermaye yatırımları” ve “doğrudan yabancı yatırımlar” kavramları sıklıkla birbirleri yerine kullanılmaktadır. Aralarında çok fazla anlam farkı olmamasına rağmen, “direkt yatırım”, “direkt yabancı sermaye yatırımı”, “özel yabancı sermaye yatırımı” ve “uluslararası sermaye yatırımları” gibi çeşitli kavramlar da, doğrudan yabancı sermaye yatırımları yerine kullanılmaktadır (TCMB, 2007; 5).

Uluslararası ekonomi literatüründe, “doğrudan yabancı sermaye yatırımı” veya “özel yabancı sermaye yatırımı” olarak kullanılan terimler arasında önemli derecede bir anlam farkı yoktur. Buradaki “doğrudan veya direkt” kelimeleri, sermaye ile birlikte

değişen ölçüde teknoloji, know-how ve işletmecilik bilgisinin de ülkeye geldiğini açıklar. Yukarıda geçen “yabancı” kelimesi, herhangi bir ülkenin sınırları dışında olmak anlamında kullanılır. “Yabancı sermaye” ise, bir ülkedeki mevcut sermaye stokuna, başka bir ülkenin sahipliğini ifade eder. Özel kelimesi, ülkeye gelen yabancı sermayenin o ülkenin devletine değil vatandaşlarına ait olduğunu gösterir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları kısaca, yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımlardır. Burada yatırımcının, kuruluşun sermayesinde % 10’dan (dahil) fazla paya sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması gerekir (TCMB, 2007; 7).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir ülkede bir firmayı satın almak, kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla kişi veya firmalar tarafından diğer ülkelerde bulunan firmalara yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ülkeler arasındaki sermaye transferleri, bir piyasa işlemi olmadan diğer ülkeye aktarılır. Yatırım yapılan ülkeye döviz girişi olmadan da doğrudan yabancı sermaye yatırımları gerçekleşebilir. Yabancı sermaye sahiplerinin yatırımdan elde edilen karlarını yeniden yatırılmak üzere sermayeye eklemesi, doğrudan yatırımlar kapsamında değerlendirilir. Doğrudan yabancı sermaye ülkeye üretimde kullanılacak makine, teçhizat, yedek parça, ve diğer ilgili malzeme şeklinde teknolojik altyapıyı oluşturmak üzere girer. Ayrıca, doğrudan yabancı sermaye ülkeye lisans, know-how, işletmecilik bilgisi gibi gayri maddi haklar ve hizmetler şeklinde de girebilir. Aynı yatırım içerisinde ülkeye, kısmen döviz, makine donanımı, kısmen de know-how, teknik bilgi ve lisans şeklinde girebilir.

Başka bir tanımlamaya göre yabancı sermaye, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Bir ülke borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya bir kaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar, doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanmaktadır (DPT, 2000; 1).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çok uluslu şirketler tarafından yapılması nedeniyle; doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve çok uluslu şirketler arasında çok yakın bir ilişki vardır. Çok uluslu şirketin ana merkezinin bulunduğu ülke dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut üretim tesislerini satın alması, diğer bir yabancı sermaye tanımıdır.

Bir yatırımın doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanabilmesi için bazı özelliklere sahip olmalıdır. Bunlar;

- Yönetim kurulunda temsil edilme,
- Politika oluşturma sürecine katılma,
- Şirketler arası somut ilişkilerin varlığı,
- Yerli ve yabancı personel arası mobilitenin olması,
- Teknik bilgi tedariki,

- Uzun dönemli borçların yatırım yapılan işletmeye mevcut piyasa koşullarından daha uygun şartlarda temin edilmesidir (Demircan, 2003; 2).

Sonuç olarak, yukarıdaki özellikleri taşıyan uluslararası sermaye akımları doğrudan yabancı sermaye yatırımı kapsamında değerlendirilir.

1. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER VE DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI İLİŞKİSİ

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile çok uluslu şirketler arasında çok yakın bir ilişki vardır. Çünkü doğrudan yatırımları yapanlar, genellikle çok uluslu şirketlerdir. Çok uluslu şirketlerin amaçları, dünya çapında farklı piyasalarda bulunarak karlarını maksimuma ulaştırmaktır. Son yıllarda dünya ekonomisinde büyük önem arz eden çok uluslu şirketlerin, üretimlerini ana merkezinin bulunduğu ülkenin sınırları dışındaki ülkelere kaydırması yatırım yaptıkları ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişi sağlamaktadır. Bir çok uluslu şirketin, ana merkezinin dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut üretim tesislerini satın alması veya sermayesini arttırarak kendine bağlı bir şirket durumuna getirmesi bir doğrudan yabancı sermaye yatırımıdır. Çok uluslu şirketler doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmaya karar verirken; başka

ülkelere yapacakları yatırımları nasıl gerçekleştireceklerine de karar vermeleri gerekmektedir.

Çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen yatırımın yatırıldıkları ülkelerin ekonomilerine olumlu ve olumsuz etkileri bulunmaktadır. Bu olumlu ve olumsuz etkiler aşağıdaki tabloda kısaca verilmektedir.

Tablo 1.1: Çok Uluslu Şirketlerin Ülke Ekonomilerine Olumlu ve Olumsuz Etkileri

| | Olumlu Etkiler | Olumsuz Etkiler |
|---|---|--|
| Kaynak kullanımı açısından | Az gelişmiş ülkelerdeki hammadde, maden, enerji gibi atıl kaynakların üretim sürecine katılmasını sağlarlar. | Kaynakların israf edilmesi söz konusu olabilir. |
| Sermaye birikimi açısından | Berberinde getirdikleri sermaye ile yatırım yaptıkları ülkenin tasarruf ve döviz eksikliğini gidermede yardımcı olurlar. | Bu tür sermaye ilişkilerinden yatırım yapılan ülke açısından, ekonomik yığılma ve siyasi bağımlılık yaratılması söz konusu olabilir. |
| İstihdam açısından | Yeni iş alanları açarak istihdama katkıda bulunurlar. Gittikleri ülkelerdeki işgücünün bilgi ve yeteneklerini geliştirirler. | Ucuz işgücü istismarına ve ücret dengesizliklerine yol açabilir. |
| Teknoloji transferi açısından | Yeni teknolojilerin öğrenilmesini sağlarlar. | Yeni teknolojiler yerine modası geçmiş teknolojileri gittikleri ülkelere satın alabilirler. |
| Ödemeler bilançosuna etkileri açısından | Döviz girdisi sağlayarak, ödemeler bilançosuna olumlu katkıda bulunurlar. | Yabancı sermayeye tanınan garantiler, transfer fiyatlaması, yerel ülkeden ihracat yapma eğilimini düşük olması dengesizliklere yol açabilir. |
| Sosyo-politik ve ekonomik etki açısından | Ekonomik birer kuruluş olduklarından yatırım yapılan ülke ile ilgili ekonomik, siyasi ve hukuki faktörleri dikkate alarak kar elde edeceği mal ve hizmetler üretir. | Faaliyetler, yatırım yapılan ülkenin sosyal refahını kalkındırmaktan çok karını ve kendi ülke çıkarlarını maksimize etmektedir. |

Kaynak: Öznur YÜKSEL, Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulaması, Gazi Kitabevi, Ankara – 1999, s. 113.

a. Çok Uluslu Şirketler

Bir şirket, dünya çapındaki uluslararası üretimini planlar, organize eder ve kontrolünü kendi yönetim birimleriyle yapmaya başlarsa çok uluslu bir nitelik kazanır (Karluk, 2003; 502). Çok uluslu şirketler, genel merkezi bir ülkede olduğu halde, işlevlerini bir veya birden fazla ülkede; ana şirket tarafından koordine edilen şubeler, yavru şirketler veya bağlı şirketler aracılığıyla ve yine; genel merkez tarafından kararlaştırılan işletme politikasına uygun olarak yürüten büyük şirketlerdir. Merkez, şubelerin yönetimini denetlemekte ve koordine etmektedir. Dış ülkelerdeki şubeler buna bağlı olarak, elde ettikleri kazançları (veya bir kısmını) ana merkeze transfer ederler.

Çok uluslu şirketler konusuna yeni açılımlar getirmiş olan John K. Galbraight, bu büyük işletmelerin oluşumunu ve önemini bazı kitaplarında şu şekilde açıklamaktadır:

“Sanayi üretimi gelişip giderek daha çok teknoloji gerektirdikçe işletmelerin boyutları da durmadan büyüdü. Çelik ve silah fabrikaları, petrol ve sanayi kuruluşlar, gemi tersaneleri ve denizcilik işletmeleri hep bunu yaşadılar. Büyük işletme, etkinliklerinin genişleyen alanıyla baş etmek yığın üretiminin gereklerini karşılamak zorundaydı. Ondokuzuncu yüzyılın son çeyreği büyük ortaklıklarda büyüme, özellikle ABD’de, ama aynı zamanda İngiltere, Almanya ve Fransa’da çılgınca bir tutkuya dönüştü. Devleşme eğilimi o zamandan beri süregeliyor...

Üretim, kendileri de çağdaş eğitim ve yığın iletişimiyle gelişen ve durmadan büyüyen gereksinimler ve isteklerin harekete geçirdiği bir talebi karşılayabilmelidir” (Galbraith, 1991; 73). Benzer tüketim kalıpları olan yüksek tüketim oranlarına sahip toplumlar, yığın üretimi toplumu da olmak zorundadırlar.

Çokuluslu şirketler, küçük ve orta ölçekli işletmelerle karşılaştırıldıklarında bazı avantajlara sahiptir.

- Bu avantajların belki de en önemlisi, belli bir orana kadar fiyatları denetleme gücüdür. Örneğin, bir çelik üreticisi topluluk, demir madenlerini denetimi altına alarak kendi hammadde kaynaklarının sahibi olabilir. Küçük işletmeler ise hammaddeler ve toptan eşya pazarındaki dalgalanmalara açık, kendilerine mal sağlayacak olanların saptadığı fiyatlara bağımlı olmaktadır (Galbraith, 1989; 126).

- İşletmeler belli bir büyüklüğe ulaştınca, televizyon, radyo, internet ve afişler gibi reklam araçlarını kullanarak toplumun tüketim kalıplarını etkileyebilmektedir. Belli markaların ürettikleri malları (saat, çanta, araba, içecek, v.b.) tüketmenin, o ürünü tüketen veya kullanan kişi için toplumda bir statü göstergesi olarak algılanmasına neden olmaktadır. Toplumların tüketim kalıpları birbirine benzer hale gelmeye (tek boyutlu insan¹) başlamaktadır. Söz konusu yüksek reklam giderlerini karşılamak için de işletmenin belli bir büyüklüğe ulaşması gerekmektedir.
- Çok uluslu şirketler, küçük ölçekli işletmelere göre hükümetler üzerinde de daha büyük bir etkiye sahiptir. Çiftçiler, belirli bir isteklerini gerçekleştirmek için işbirliği yapabilir ama bunun için büyük paralara, zamana ve bir anlaşmaya gereksinimleri vardır. Oysa çok uluslu şirketlerin yetkili kişileri yatırım yaptıkları veya yapacakları ülkenin en üst düzey kamu görevlileriyle bile görüşme yapabilmekte, hatta diğer yurtiçi veya yurtdışı işletmelere uygulanmayan tavizler ve mevzuat değişiklikleri elde edebilmektedir.
- Çok uluslu şirketlerin, yönetim kadroları ve çalışanları (ekonomistler, pazarlama müdürleri, istatistik uzmanlar, v.b.), son derece iyi yetişmiş, çok geniş ilişkiler ağı bulunan büyük kadrolardan (teknik yapı²) oluşmaktadır.
- Çok uluslu şirketler kendi çıkarları doğrultusunda bir ülke gibi dış politikalarını kendileri belirleyebilmektedir. Çok uluslu büyük petrol ortaklıkları, Orta-Doğu devletlerine karşı her zaman ABD Dışişleri Bakanlığı'ninkine uymayan (bazen de benzer) bir politika izleyebilmektedir. Lockheed ortaklığı Japonya, Hollanda, İtalya ve daha başka ülkelerin işlerine karışarak buralardaki hükümetleri tehlikeye düşürebilmektedir (Galbraith, 1991; 75).

Yukarıda sayılan avantajlara sahip olan çok uluslu şirketler, girdikleri ülke ekonomilerinde de bazı sonuçlar doğurabilmektedir. Fiyatları belirli ölçüye kadar

¹ H. Marcuse, bireylerin zevklerinin, tüketim kalıplarının, boş zamanlarını değerlendirme şeklinin, değer yargılarının giderek birbirine benzemesi olgusunu "tek boyutlu insan" kavramıyla açıklamaktadır.

² John K. Galbraith'ın teknostrüktür kadro olarak adlandırdığı yapıdır. Teknostrüktür kadro, içinde iktisatçıların, davranış bilimcilerin, finans ve yatırım uzmanlarının bulunduğu bir kadrodur. Bu kadro şirketin yatırım ve stratejilerinden sorumludur ve şirketin hissedarı olmamakla birlikte mülkiyet kullanım haklarına sahiptir.

belirleyebilen çok uluslu şirketler, maliyetlerden, vergilerden, mevzuatlardan veya işçi ücretlerinden kaynaklanan bir maliyet artışını karlılığını belirli oranda tutmaya çalışarak ürün fiyatlarını belirleyebilmektedir.

Çok uluslu işletmeler, sahip oldukları bu avantajları yatırım yaptıkları ya da yapmak istedikleri ülkeler üzerinde kullanabilmektedir. Sadece doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından değil kısa vadeli sermaye yatırımları (portföy yatırımları, hedge fonlar, carry trade, v.b.) açısından da ülke ekonomilerini etkileyebilmektedir.

b. Çok Uluslu Şirketlerin Başka Ülke Pazarlarına Giriş Yolları

Çok uluslu şirketler, doğrudan yabancı yatırım yapacakları ülkelerin pazarlarına farklı şekillerde giriş yapmaktadır. Bir şirket açısından dışa açılma, diğer ülkelere ihracatla başlamaktadır. Daha sonra yeterli talep oluşur ve fizibilite çalışmalarının sonrasında ülke yatırım yapılmaya elverişliyse ihracat yerine dış piyasada üretim yapılmaya başlanır. Şirketin ihracat yaptığı ülkedeki gümrük vergileri ve malın uzak mesafelerden taşınmasının yol açtığı taşıma maliyetleri şirketin o ülkede üretim yapmasını karlı hale getirir. Ayrıca üretimini başka ülkeye kaydıran bir ülke o ülkenin sağladığı avantajlardan da yararlanır. Bunların başında, AB gibi topluluklara üye ülkelere yatırım yaparak, diğer üye ülkelere, üye ülke şirketlerinin yararlandığı avantajlardan yararlanarak ihracat yapılabilir. Bunun dışında, emeğin maliyet farklılıklarından yararlanabilir, o ülkedeki teknoloji stoğu ve yetişmiş iş gücünden faydalanabilir ve yatırım yaptığı ülkenin komşularına yaptığı ihracatta taşıma maliyetlerini düşürebilir.

Çok uluslu şirketler ortaklıklar kurarak ta dış ülke pazarlarına girebilmektedir. Lisans anlaşmaları, ortak girişim, franchising, yönetim sözleşmeleri anahtar teslim projeler ve yap-işlet-devret modeli bu kapsamda değerlendirilebilir. Lisans, firmanın elindeki teknoloji veya üretim yönteminin yabancı bir işletmeye kiralanmasıdır. Lisans anlaşmalarında bir firma diğer bir firmaya “royalty” adı verilen bir bedel karşılığında ticari markasını ve patentini (know-how) kullanma hakkı verir. Lisans sözleşmesinin bazı avantajları vardır. İhracatta olduğu gibi taşıma giderleri yoktur ve firmanın sabit yatırımlarda bulunması da gerekmemektedir (Seyidoğlu, 2007; 721). Bunun yanında, ana firma açısından lisans anlaşmalarının bazı sakıncaları da vardır. Yerel firma lisans

olarak ürettiği malları diğer ÷lkelere ihraç ettiğinde lisans veren işletmenin pazarı daralabilir. Ana firma, lisans alan firmanın ürettiği ürünlerin kalite kontrolünü sınırlı yapabilmesi nedeniyle prestij kaybına da uğrayabilir.

Franchise belirli bir bölgede bir firmanın ürününü veya hizmetini satmak için verilmiş olan yasal izindir. Franchising, ürünlerin veya hizmetlerin üreticiden tüketiciye en etkin bir biçimde ulaşmasını sağlayan dağıtım sistemidir. Bu sistem, ana işletmenin bir diğer işletmeye belirli ayrıcalıkları, belirli bir zaman dilimi için ve belli bir alanda kullanım haklarını vermesidir. Yönetim sözleşmeleri, bir şirketin ücret karşılığında diğer bir şirkete yönetim konusunda asistanlık etmesini sağlayan bir anlaşmadır. Bu yönetim sözleşmeleri, yabancı ÷lkelerdeki diğer bir bağımsız şirkete, joint venture ortaklarına ya da çok uluslu şirketlerin tam mülkiyete dayalı şirketlerine sağlanabilmektedir (Caves vd., 1990; 416). Anahtar teslim projesi ise, bir şirketin kendi başına veya kendi başına bir konsorsiyum içinde, yatırım yapılan ÷lkenin bir özel işletmesi ya da devleti olan sahibine devretmeden önce bütün bir üretim veya hizmet tesisini faaliyete geçirmek için tasarım, donatım ve personel eğitimini taahhüt ettiği bir anlaşmadır. Bu anlaşmalara en iyi örnek, gelişmekte olan ÷lkelerdeki projeler için uygulanan yap-işlet-devret modelidir.

Yukarıda anlatılanların dışında, çok uluslu şirketler doğrudan yabancı yatırım yaparken dış piyasaya daha farklı giriş yöntemleriyle de girebilmektedir. Bu yöntemlerin sıklıkla kullanılanları, ortak girişim, şirket evlilikleri ve şirket birleşmeleridir. Yukarıda sözü edilen dış piyasaya giriş yöntemleri, doğrudan yabancı sermaye yatırımın türleri başlığı altında açıklanacaktır.

2- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMI TÜRLERİ

Doğrudan (dolaysız) yabancı sermaye yatırımları, çok farklı şekillerde yatırım yapılacak olan ÷lkeye girebilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı tanımından da anlaşılacağı üzere dış piyasada üretim yapmak isteyen çok uluslu girişim, yatırımda bulunmak için çeşitli yollar izleyebilir. Bu nedenle, çokuluslu girişimler doğrudan yabancı sermaye yatırımına karar verirken, aynı zamanda dış piyasaya giriş türünü de (biçimini) belirlemek durumundadır.

a. Ortak Girişim (Joint Venture)

Uluslararası rekabetin gelişmesi sonucu, bir kısım işlerin şirketlerce tek başına yapılabilir olması imkanı ortadan kalkmış, bu yöntemin kârlılığı istenen ölçüde sağlayamadığı da belirlenmiştir. Bunun sonucunda, şirketler, kendi güçlerini ve bağımsızlıklarını korumakla birlikte, sadece belirli süreli, belli işlerde ortak girişim riskine girmeyi daha uygun bulmuşlardır. Genelde bu gruplaşmalara ortak girişim (joint venture) adı verilmektedir. Örneğin, iki firmanın değişik hisse oranlarıyla, kendi ülkelerinde ya da yabancı bir ülkede kurdukları yeni bir firma, joint venture kapsamına girmektedir. Sözleşme sonucunda yeni bir firmanın kurulması önemlidir çünkü joint venture yapı itibarıyla iş ortaklığı ya da konsorsiyumlarla karıştırılmaktadırlar. Joint venture'in konsorsiyum ya da iş ortaklığından en önemli farkı, tarafların bir proje için adi ortaklık gibi hareket etmemeleri, yeni bir şirket kurmalarıdır. Konsorsiyumda bir devamlılık söz konusu değildir, proje tamamlandığında taraflar ayrılırlar. Ortak girişimde ortaklık kuran firmaların hisse payları, firmaların mali, teknolojik katkılarına ve yönetim ve pazarlama güçlerine bağlıdır (Ulaş, 2003; 24).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımında bulunacak bir şirket, pazarına girmek istediği ülkedeki yerel bir şirketle ortak girişim kurabilir. Ortak girişim taraflarından biri, üretimin yapıldığı ülkenin firması ise buna foreign-local joint venture adı verilir. Ortak girişimde bulunacak firmaların hiçbiri, üretim yapılacak olan ülke firmalarından oluşmuyorsa, bu sözleşme foreigners joint venture olarak adlandırılır. Örneğin, Amerikan firması olan General Motors ile Japon firması Isuzu, Mısır'da otomobil üreterek foreigners joint venture için örnek oluşturur.

Ortak girişimler, ev sahibi ülke tarafından aranan koşullar arasında yer alabilmektedir. Ev sahibi ülke hükümetleri, yerli firmaların yabancılarla ortaklığa girerek bilgi ve deneyimlerine arttırmalarını amaçlamaktadır.

b. Şirket Evlilikleri (Şirket Birleşmeleri)

Şirket birleşmeleri kamu oyunda genellikle şirket evlilikleri olarak adlandırılmaktadır. 1980'li yıllarla birlikte özellikle Avrupa Birliği'nde, ABD'de ve Japonya'da birçok şirket evliliklerine rastlanmıştır (Seyidoğlu, 2007; 721). Bunların bir kısmı yerli şirketlerle yabancılar, bir kısmı da tamamen yabancı şirketler arasında

gerçekleştirilmiştir. Birleşme, iki ya da daha fazla sayıda işletmenin kendilerini feshederek yeni bir işletme içinde bir araya gelmeleri veya bir işletmenin bir diğer işletmeyi kendi bünyesine katması şeklinde ortaya çıkabilir. Bunun yanında, hukuki anlamda bir birleşme olmasa da fiilen bağımsız işletmelerin faaliyetlerini tek bir ekonomik birim altında toplamaları da, birleşme olarak kabul edilmektedir. Bu durum özellikle, iki veya daha fazla sayıdaki işletmenin kendi tüzel kişiliklerini koruyarak, ortak bir ekonomik yönetim oluşturmaları halinde ortaya çıkabilmektedir. Son yıllarda şirket evlilikleri giderek artmıştır. Şirketlerin, birleştikleri şirketlerin teknolojik ve yönetim deneyimleri ile sermaye kaynaklarından yararlanarak küresel düzeyde rekabetçi güçlerini attırmakta ve dünya piyasalarından daha büyük bir pay almaktadır. Türkiye’de de Türk şirketlerinin yabancılarla şirket evlilikleri özellikle, bankacılık, otomotiv ve ticaret vb. sektörlerde giderek artmaktadır.

Türk hukuku açısından iki tür birleşme vardır.

- devralma yoluyla birleşme
- yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme.

Günümüzün çok yoğun ve hızlı rekabet ortamında, pek çok şirketin gündeminde, satın alınma, ele geçirilme korkusu, ya da bir başka şirketi ele geçirme hedefi, sürekli olarak gündemde kalmaktadır. Satın alma ise, bir işletmenin ticari isminin, aktiflerinin, hisse senetlerinin tamamının veya bir kısmının merkez ofisi başka bir ülkede bulunan diğer bir firma tarafından satın alınmasıdır. Satın alma sonrasında işletmenin yönetimi, ekonomik ve yasal kontrolü satın alan işletmeye geçmektedir. Satın alma, yatay ve dikey olmak üzere ikiye ayrılır. Yatay satın alma, ürün yöntemlerinin ve pazarlarının benzer işletmeler tarafından satın alınmasıdır. Dikey satın alma ise, bir işletmenin kendinden önce gelen tedarikçi bir işletmeyi veya kendinden sonra gelen bir işletmeyi satın almasıdır.

Satın alım ve birleşme sıklıkla birbirleri yerine kullanılmaktadır. Fakat birleşme, iki işletmenin hukuki ve iktisadi bağımsızlıklarından vazgeçerek yeni bir işletme kurmalarıdır. Satın alma ise, bir işletmenin diğerleriyle konsolide edilmesi ve satın alınan şirketin tüzel kişiliğinin sona ermesidir (Ulaş, 2003; 18).

c. Stratejik Birleşmeler

Yerel şirketler uluslararası şirketlerle stratejik birleşme yoluna giderek dünya pazarlarında rekabet edebilecek bir konuma gelmek isterler. Bu sayede şirketler uluslararası ürünlere ve sermayeye daha kolay ulaşılabilir ve daha iyi pazar olanakları ve yeni teknolojileri elde edebilirler (Bosut, 2004; 88). Stratejik ortakların amaçları farklılık göstermekle birlikte menfaatleri beraber hareket etmeyi zorunlu kılmaktadır. Stratejik ortaklıklar genellikle bir şirketin tek başına yapamayacaklarını diğer şirketlerle yapabileceği durumlarda kurulur.

İki firma hisse senetlerinin belirli bir bölümünü birbirleriyle değiş tokuş ederek sınıır ötesi bir stratejik birleşme kurabilmektedir. Bu stratejik birleşmenin amacı, hisse senetlerinin dost ve güvenilir ellere geçmesini sağlamaktır. Ama yalnızca hisse senetlerinin değişimi aslında bir dolaysız dış yatırım değil, portföy yatırımı şeklindedir.

Stratejik birleşmeler daha geniş kapsamlı ele alınırsa, taraflar hem hisse senetlerini değiştirir hem de mal ve hizmet üretmek amacıyla ortak bir girişim kurarlarsa bu doğrudan yatırım niteliği taşır. Bu tür birleşmeler otomobil, elektronik, telekomünikasyon ve uçak sanayi gibi sektörlerde sıklıkla görülür. Araştırma ve geliştirme masraflarının yüksek olduğu ve piyasaya girişte zamanlamanın önem taşıdığı ileri teknoloji ürünleri için ortaklık kurmanın en uygun yolu stratejik birleşmelerdir (Yüksel, 1999; 57).

Bir başka stratejik birleşme yöntemi ise, ortak pazarlama ve hizmet anlaşmalarının imzalanmasıyla bir tarafın belirli piyasalarda diğerini temsil etmesidir. Bu tür uygulamalar piyasada rekabeti sınırlandırıcı bir sonuç ortaya çıkarmaktadır. Bu pazarlama anlaşmaları dolaysız yabancı sermaye yatırımlarına benzemektedir.

3- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMI TEORİLERİ

Ülkeler arasındaki işbölümünün ve mübadelenin nedenleri, ilk olarak klasik dış ticaret teorileri ile açıklanmaya çalışılmıştır. Ancak statik varsayımlara dayanan klasik dış ticaret teorileri, uluslararası ticaretin gelişmeye başladığı bir ortamda uluslararası yatırım ve üretim olgusunu açıklamakta yetersiz kalmıştır.

Uluslararası ticarete çok uluslu şirketlerin yaygınlık kazanmaları ile birlikte, işgücü ve sermayenin uluslararası hareketliliği artmıştır. Bu gelişmelerin ışığında dünya ticaretinde uluslararası üretim ve sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik modern dış ticaret teorileri geliştirilmiştir.

a. Klasik ve Neo-Klasik Yaklaşımlarda Dış Ticaret Teorisi

Ülkelerarası işbölümü ve mübadelenin nedenleri ilk olarak klasik dış ticaret teorilerinde açıklanmaya çalışılmıştır. Yabancı üretim, Klasik ve Neo-klasik teoride ihracat için bir alternatif olarak görülmüştür. Ancak uluslararası işlemlerin yaygınlaştığı ve çeşitlendiği günümüzde, statik varsayımlara dayanan klasik dış ticaret teorileri yetersiz kalmıştır. Klasik dış ticaret teorisi, her ülkedeki üretim fonksiyonlarının ve teknolojinin veri olarak ele alındığını, faktörlerin ülke içinde hareketli, ülkeler arasında hareketsiz olduğunu, taşıma maliyetlerinin olmadığını ve üretimin sabit maliyetlerle gerçekleştirildiğini varsaymaktadır. Bu varsayımlar ışığında da, uluslararası sermaye hareketi olarak doğrudan yabancı yatırımları açıklamakta yetersiz kalmıştır (Ertürk, 1996; 5). Merkantilizm, mutlak üstünlük teorisi, karşılaştırmalı üstünlük teorisi ve karşılıklı talep kanunu, klasik dış ticaret teorisine örnek oluşturan teorilerdir.

Klasik dış ticaret teorisine yapılan en temel eleştiri, emek değer teorisine dayanması ve emek dışındaki faktörlerin maliyetlere ve dış ticarete olan etkisini ihmal etmesidir. Neo-klasik iktisatçılar, emek maliyeti yerine, emekle birlikte diğer faktörleri de kapsayan “fırsat maliyeti” kavramını ortaya atmışlardır. Fırsat maliyeti, bir malın üretimini bir birim arttırabilmek için gerekli kaynakları serbest bıraktığımızda bir başka maldan vazgeçilen miktarı anlatmaktadır. Fırsat maliyeti kavramıyla, üretimde kullanılan bütün faktörler dikkate alınmaktadır. Maliyeti etkileyen bir faktör olarak emeğin yanı sıra sermaye de alınmış, ancak emek değer kuramının etkisinden tam olarak çıkılamamıştır.

b. Modern Dış Ticaret Teorisi

Klasik ve Neo-klasik dış ticaret teorileri, uluslararası ticaretin gerçek nedenlerini tam olarak açıklayamamaktadır. Çünkü bu teorilerde, yurtiçi emek maliyetleri

farklılıklarının emek verimliliğindeki farklardan kaynaklandığı belirtilirken; uluslararası emek verimliliğinde farklılık doğuran etkenler üzerinde durulmamaktadır. 1919'da Eli Heckscher, karşılaştırmalı üstünlüklerin bu eksikliğini gidermek üzere faktör donatımı teorisini ortaya atmıştır. Yayınlandığında çok ilgi çekmeyen Heckscher'in makalesi, 1933 yılında Bertil Ohlin tarafından yeniden ele alınarak, görüşlere açıklık getirilmesi ile teoriye Heckscher-Ohlin Teorisi adı verilmiştir (Seyidoğlu, 2007; 63). Heckscher-Ohlin teorisine göre, bir ülke hangi üretim faktörüne görece fazla olarak sahipse, üretimi o faktörü yoğun biçimde gerektiren mallarda karşılaştırmalı üstünlük elde eder. Dolayısıyla uzmanlaştığı bu malları ihraç ederken görece az sahip olduğu malları ithal eder. Faktör donatımı, ülkenin sahip olduğu üretim faktörleri miktarını esas alırken emek ve sermayeyi dikkate alma geleneği sürdürmektedir. Bu çerçevede, ülkeler emek-zengini ve sermaye-zengini, mallar ise emek-yoğun ve sermaye-yoğun biçiminde ayrıştırılırken; ülkelerin faktör donatımları ve malların, faktör yoğunlukları bakımından farklılaştığı düşünülmektedir. Ayrıca, bir malın üretim fonksiyonunun, dolayısıyla üretim teknolojisinin bütün ülkelerde aynı olduğu ve teknolojik gelişmeyle mümkün olan artan verim ihtimalini dışlayacak şekilde üretimde sabit verim koşullarının geçerli bulunduğu varsayılmaktadır (Bayraktutan, 2003; 177).

Yukarıda söz edilen temel varsayımların dışında, teorinin dayandığı diğer bazı temel varsayımlar şunlardır:

- Bir malın üretim fonksiyonu bütün ülkelerde aynıdır. Yani bir mal bir ülkede sermaye veya emek yoğun yöntemlerle üretiliyorsa, diğer ülkelerde de aynı yöntemlerle üretilir. Yani bir malın üretim teknolojisi bütün ülkelerde aynıdır.
- Üretimde ölçüğe göre sabit verim koşulları geçerlidir.
- Ülkelerin talep koşulları birbirinin benzeridir. Bu nedenle, talep farklılığının maliyet koşullarındaki farklılığı gidermesi söz konusu değildir (Ertürk, 1996; 21).

Faktör donatımı teorisi olarak da nitelenen Heckscher-Ohlin modelinden, faktör fiyatları eşitliği, gelir dağılımı ve Rybczynski teoremleri türetilmiştir.

c. Yeni Dış Ticaret Teorileri

Faktör donatımı teorisini test etmek üzere, ABD ekonomisinin, 1947 input-output tablosu ve aynı yıla ait dış ticaret verileri ile birer milyon dolarlık ihraç ve ithal ikamesi ürünlerini içeren temsili mal sepetleri oluşturan Leontief bugün olduğu gibi, 1950'lere doğru da tartışmasız dünyanın sermaye zenginliği en fazla ülkesi ABD'nin, teorinin öngördüğünün aksine, sermaye-yoğun malları ithal, emek-yoğun malları ihraç ettiği sonucuna ulaşmıştır. Leontief Paradoksu olarak nitelenen bu durum, Leontief'in çalışmasına yönelik eleştiriler, bu sonucu yorumlama çabaları ve paradoksu aşma gayretlerini içeren geniş bir literatür yanında, emek ve sermaye dışındaki unsurların ve özellikle "bilgi"nin üretim ve dış ticaretteki rolünü vurgulayan yeni teorilerin gelişim sürecini başlatmıştır (Koch, 1997; 113). Bu gelişmelerin ışığında, uluslararası üretim ve sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik, yeni dış ticaret teorileri geliştirilmiştir. Yeni geliştiren teorilerde teknoloji olgusu analizlere dahil edilmiştir. Oysa Klasik ve Neo-klasik teorilerde bu olgu ihmal edilmiş veya veri olarak alınmıştır. Teknolojinin temel değişken olarak kabul edildiği en önemli teori, Ürünün Hayat Devreleri'dir.

d. Ürünün Hayat Devreleri Teorisi

Uluslararası ticarete teknolojik gelişmelerin etkisi Raymond Vernon (1966) tarafından Ürünün Hayat Devreleri Teorisinde incelenmiştir. Ürün Hayat Devreleri Teorisi, teknoloji açığı teorisinin, Vernon'un katkılarıyla geliştirilmiş bir formu olarak, ürün geliştirme ve yenileme sürecinin durakladığı aşamaya doğru belli bir ürünün üretiminin zamanla daha basit hale geleceği düşüncesine dayanır. Özellikle bazı az gelişmiş ve yeni sanayileşen ülkelerdeki hızlı ihracat artışlarını açıklamaya çalışan modelinde Vernon, bazı ürünlerin üç aşamaya bölünebilecek yaşam dönemleri izlediğini ileri sürmüştür.

Teoriye göre, herhangi bir ürünün hayat devresinde üç aşama vardır. Bunlar; yenilik, olgunlaşma ve standartlaşma aşamalarıdır. Üretimin ilk dönemi olan yenilik (buluş) aşamasında, yeni ürünü geliştiren firma, tekeli bir güce sahiptir ve daha çok yerli piyasaya yönelik üretim yapmaktadır. Üretimin olgunlaşma (büyüme) aşamasında ürüne ait teknolojiye diğer firmalar tarafından da ulaşılmış ve buna bağlı olarak piyasadaki üretici sayısı artmıştır. Üretici sayısının artmasına paralel olarak yeniliği ilk

gerçekleştiren firmanın monopolistik karı azalmaya başlamıştır. Son aşama standartlaşma aşamasıdır. Ürünün ve üretim teknolojisinin standart hale geldiği aşamadır. Bu aşamada üreticiler arası fiyat rekabeti söz konusudur. Dolayısıyla daha düşük maliyetli kaynaklar önem kazanmaktadır. Ürün dönemleri teorisi çokuluslu şirketlerin ortaya çıkışını hesaba katmak bakımından fonksiyoneldir. Ürün/teknoloji, gelişmiş bir ülkede üretilip geliştirilmekte; teknoloji olgunlaşınca, en düşük maliyetli yerde kitlesel üretim gerçekleşmektedir. Bu aşamada ürün, bir başka gelişmiş ülke yerine, özellikle emek maliyetleri, toplam maliyetler içinde büyük paya sahip ve taşıma maliyetleri düşük bir gelişmekte olan ülkede üretilir ve dünyanın geri kalanına ihraç edilir. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerdeki niteliksiz veya yarı nitelikli ucuz işgücü, gelişmiş ülkeleri bu ülkelere dolaysız yatırıma sevk etmektedir. Ürünün Hayat Devreleri teorisinde doğrudan yatırımların nedeni, yenilikçi firmanın teknolojik üstünlüğünü ve tekelci avantajını korumak istemesidir (Vernon, 1966; 197-201).

e. Oligopolistik Tepki Teorisi

Frederick T. Knickerbocker (1973) tarafından ortaya atılan bu teori, özellikle gelişmiş ülkelerdeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının oligopolistik bir tepkinin sonucunda ortaya çıktığını iddia etmektedir. Herhangi bir ülkede pazar payını arttırmak için rakip firmaya yapılan yatırım, ardından pazar paylarını korumak isteyen oligopol durumundaki diğer firmaların da bu ülkede yatırım yapmasına yol açacaktır. Teoriye göre, genellikle doğrudan yabancı yatırım yapacak firmalar yatırım kararlarını rakip firma davranışlarına göre belirlemektedir (Knickerbocker, 1973; 7).

f. Endüstriyel Organizasyon Teorisi (S. Hymer – C.P. Kindleberger Teorisi)

Hymer-Kindleberger teorisinde (tekelci rekabet kuramı), uluslararası alanda yapılan dolaysız yatırımların nedeni, piyasalardaki oligopolistik endüstriyel yapılarla açıklanmaktadır. Teori, yatırımın yapıldığı ülke şirketlerinin daha avantajlı oldukları düşüncesine dayanır. Hymer'e göre, yerel firmalar yerel koşulları çok daha iyi bilmektedir. Bu durumda yatırım yapacak olan firmaların doğrudan yabancı yatırım yapabilmeleri için bazı avantajlara sahip olmaları gerekmektedir. Yerel firmalara göre, dezavantajlı olunan piyasaların avantaja çevrilmesinin tek yolu ise; yatırım yapılacak

olan piyasanın eksik rekabet piyasası olup olmamasına bağlıdır. Kindleberger, eksik rekabetin doğrudan yabancı yatırımlara neden olduğunu belirtmektedir (Kindleberger, 1970; 99). Eksik rekabetin çeşitleri ise; piyasa dengesizliği, hükümet müdahaleleri, piyasa yapısı ve piyasa başarısızlığı olarak özetlemektedir.

Uluslararası yatırımlara girişen şirketler, risk ve belirsizlik ile karşı karşıyadırlar. Kindleberger'e göre, yabancı piyasalarda dolaysız yatırımda bulunacak şirketlerin, bu piyasalarda başarılı olabilmeleri için, ev sahibi ülke şirketleri karşısında aşağıda özetleneceği gibi bazı üstünlüklere sahip olmaları gerekmektedir.

- Yatırım yapılan ülkenin mal piyasalarında tam rekabet şartlarını aksatan her türlü faaliyet, yatırımcı şirketlere oligopolistik güç kazandıracaktır. Bu faaliyetlere; mal ve fiyat farklılaştırması, özel pazarlama ve reklam yöntemleri örnek olarak gösterilebilmektedir.
- Yatırımcı şirketlerin patent haklarına sahip oldukları yeni teknolojileri, kolay sermaye temin edebilme olanakları, yöneticilerin bilgi ve yetenekleri gibi gelişmeler ise, faktör piyasalarında tam rekabetten uzaklaşılmasına neden olmaktadır.
- Firmaların yatay ve dikey bütünleşme yetenekleri yolu ile dışsal ekonomiler oluşması sağlanmaktadır.
- Yabancı piyasalara girişte hükümet müdahalelerini en aza indiren ve şirketlerin elde ettikleri gelirlerin (kar ve lisans ücreti gibi) transferini kolaylaştıran ev sahibi ülkenin politikaları değiştirilmektedir (Kindleberger, 1970; 102).

Yerel firmalara göre, yukarıda sayılan avantajlara sahip olan firmalar bu üstünlüklerini, doğrudan yabancı yatırımlarla değerlendireceklerdir. Çok uluslu şirketlerin sahip oldukları oligopolistik üstünlüklerin sadece birine ağırlık veren modeller de söz konusudur. Bu modellerden biri R. E. Caves tarafından geliştirilmiştir. Caves vd. (1990), yatay bütünleşme yoluyla büyüyen çok uluslu şirketin en önemli oligopolistik üstünlüğünü, şirketin ürün farklılaştırma yeteneği ile açıklamaktadır. Farklılaştırılmış ürünlerini taklit riskinden korumak isteyen şirketler, bu piyasalarda kendilerine bağlı üretim tesisleri kuracaklardır (Caves vd., 1990, 424). Ayrıca bu görüş Hymer tarafından da desteklenmiştir. Hymer'a göre; farklılaştırılmış ürüne sahip olan

bir şirket, bu üründen en büyük kazancı, yabancı piyasalarda yatay bütünleşme yoluyla kurduğu üretim tesisleri ile sağlayacaktır.

g. İçselleştirme Teorisi

P. J. Buckley ve M. Cason'un ileri sürdüğü ve J. H. Dunning ve A. M. Rugman'ın da katkıda bulunduğu bu teoriye göre, yurtdışındaki piyasaların bir çok düzensizlik ve riskler içermesi firmaları bu piyasalara doğrudan yabancı yatırım yapma yoluyla içselleştirmeye yönlendirmektedir.

Asıl fonksiyonları mal ve hizmet üretmek olan şirketlerin, bu görevlerini yerine getirebilmeleri, üretim sürecinin dışındaki bazı faktörlere bağlıdır. Araştırma ve geliştirme faaliyetleri, yönetim, organizasyon, finansman, reklam ve pazarlama gibi fonksiyonlar, üretim sürecini etkileyen önemli faaliyetlerdir. Şirketler faaliyet alanları arasında koordinasyon ve işbirliğini sağlamak amacıyla, bu faaliyet alanlarını içeren piyasaları, şirket sistemi içinde toplamaktadır. A. M. Rugman'a göre, yatırımda bulunmak istenilen uluslararası piyasalarda, ticaret ve yatırımların verimliliğine engel olabilecek aksaklıkların öngörülmesi, içselleştirmenin temelini teşkil eder. Teori, çok uluslu şirketlerin uluslararası piyasalarda birçok düzensizlikler ve gecikmelerle karşılaşabilecekleri görüşünden hareket eder. Çok uluslu şirketler yabancı piyasalarda mevcut olan ve üretim süreçlerini olumsuz etkileyen faktörlerden kurtulmak için kendi üretim faaliyetleri ile ilgili olan bu piyasaları içselleştirirler (Öztürk, 2004; 119).

İçselleştirmenin firmalara sağladığı faydalar, gecikme, pazarlık ve müşteri belirsizliklerinden kaçınabilme, hükümetlerin yaptığı düzenlemelerinin etkisini transfer fiyatlaması yoluyla en aza indirebilme ve piyasalar arasında fiyat farklılaştırması uygulayabilme olanağı şeklinde sıralanabilir.

h. Dunning'in Eklektik Paradigması (OLI Paradigması)

John H. Dunning (1973) tarafından geliştirilen ve genel bir doğrudan yabancı yatırım kuramı oluşturma amacına yönelik bir yaklaşımdır. Dunning'in Eklektik Paradigma tezi daha önce ileri sürülen teorilerin bir birleşimi niteliğindedir. Uluslararası piyasalara ve çok uluslu şirket teorilerine daha az dayanır. Eklektik paradigma uyarınca,

bir firmanın yurt dışında faaliyet göstermesi, üç unsurun bir arada varlığı halinde mümkün bulunmaktadır. Bu unsurlar; firmaya özgü mülkiyet avantajları (**O**wnership Advantage), konumsal avantajlar (**L**ocation Advantage) ve içselleştirme (**I**nternalisation Advantage) avantajlarıdır (Apan, 2006; 16). Eklektik Paradigma, bu üç faktörün baş harfleri birleştirilerek kısaltılan OLI Paradigması olarak da bilinmektedir.

Firma ev sahibi ülkelerdeki diğer firmalar üzerinde patentli teknoloji, ticari marka, yönetsel ve pazarlamayla ilgili know-how, piyasaya girişin kontrolü gibi bazı özel avantajlara sahip olmalıdır. Ayrıca, bu avantajlar bu firmanın faaliyette bulunduğu yabancı çevreden kaynaklanan olumsuzluklardan daha ağır gelmelidir. Bu koşullardan ikincisi, doğrudan yabancı yatırımlar aracılığıyla yukarıda adı geçen avantajların içselleştirilmesinin faydası, lisans anlaşması ve patentin satışı gibi diğer alternatiflerden sağlayacağı faydalardan daha büyük olduğunun firma tarafından görülmüş olması gerekmektedir. Üçüncüsü, ev sahibi ülke firmanın bulunduğu ülkeye göre düşük ücret maliyetleri, daha ucuz enerji, daha ucuz hammadde ve yatırım teşvikleri gibi bazı konumsal (coğrafi) avantajlara sahip olması gerekmektedir (Öztürk, 2004; 119).

Bunun yanında Dunning, firmaları yurt dışında yatırım yapmaya yönlendiren güduları dört grup altında toplamaktadır. Bunlar, doğal kaynak arayışı, pazar arayışı, etkinlik arayışı ve stratejik varlık arayışı güdüleridir. Doğal kaynak arayışı içerisinde olan doğrudan dış yatırımlar, ev sahibi ülkelerde bulunan madenler veya tarımsal ürünler gibi doğal kaynaklara erişim amacıyla yapılan, dolayısıyla yerleşim yerine özgü koşulların sağladığı avantajları kullanmayı hedefleyen tarzdaki yatırımlardır. Pazar arayan doğrudan yatırımlarda veya piyasaya yönelik doğrudan yatırımlarda ise temel amaç, bir ülkede yatırım yaparak o ülkenin veya o ülkenin komşularının iç piyasasına erişme isteğidir. Piyasaya yönelik yatırımlar, pazar payını korumak için yapılabileceği gibi, yeni pazarlara girmek için de yapılabilir. Etkinlik arayan yabancı doğrudan yatırımların iki türü bulunmaktadır. Birincisi ve en sık karşılaşılanı, firmanın üretimini kısmen veya tamamen düşük işçi ücretlerinin geçerli olduğu bölgelere kaydırılması yoluyla üretim maliyeti bakımından etkinliğin yükseltilmeye çalışılmasıdır. Dış yatırım gerçekleştirilmesinde dördüncü güdü olarak gösterilen stratejik varlık arayışı güdüsü, firmaların uzun dönemli stratejik hedefleri sonucunda, maddi veya gayri maddi varlıkları ele geçirmeyi istemelerinden kaynaklanmaktadır.

4. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ NEDENLERİ

Firmaların ihracat, lisans sözleşmeleri, ortak girişimler veya yönetim sözleşmeleri yerine neden yabancı ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlarda bulduklarının veya ülkelerin yabancı sermayeye neden gereksinim duyduklarının pek çok açıklaması vardır. Bunlara aşağıda kısaca değinilecektir.

a. Dış Ticareti Kısıtlayıcı Önlemlerden Kaçınmak

İhracatçı firma ithalatçı ülkenin kendisine koyduğu tarife ve kotalar karşısında o piyasayı kaybetme tehlikesiyle karşılaşır. Tarife ve kotaların yarattığı bu olumsuz etkiden kurtulmanın ve o piyasada kalabilmenin en etkili yolu, o piyasada üretime başlamaktır. Buna örnek olarak, Avrupa Ekonomik Topluluğunun üye olmayan ülkelere gümrük tarifesi uygulamaya başlamasıyla, üye olmayan ülkelerin bu kısıtlamalardan kurtulmak için üretimlerini üye ülkelerde yapmaya başlamaları verilebilir.

b. Üretim Faaliyetlerinin Bütünleşmesi

Üretimin ilk aşamasından nihai ürüne kadar olan tüm faaliyetlerin (dikey bütünleşme) veya aynı aşamadaki üretim faaliyetlerinin tek bir yönetim altında toplanmasının maliyet avantajı sağladığı durumlarda (yatay bütünleşme), üretim faaliyetlerinde bütünleşmeye gidilir. Bu sayede üretimde maliyet avantajı sağlanmaya çalışılır (Yüksel, 1999; 42).

c. Hammaddelere ve Pazara Yakınlık

Hammaddelerin işletilmesine yönelik yatırımların, madenlerde olduğu gibi bu kaynakların buldukları yerlerde kurulması zorunluluğu vardır. Çünkü hammaddenin işlenmesine yönelik yatırımlar, taşıma masraflarından veya yerli ülke firmalarının bu ham maddeyi işleyebilecek sermayeye, ileri teknolojiye ya da eğitilmiş insan gücüne sahip olmaması nedeniyle bu kaynaklar yabancı sermaye şirketleri tarafından işletilmektedir. Bu türdeki yabancı sermaye, “yatay doğrudan yabancı yatırım” olarak

tanımlanır. Bu tür yatırımların ana amacı, ürün tedarikindeki harcamaları azaltmak ve firmanın yabancı piyasalardaki pazar payını genişletmektir (Çapraz ve Demircioğlu, 2003; 43).

d. Aktarılmak İstenmeyen Bilgilerin Varlığı

Firmalar üretim yöntemine yönelik geliştirdikleri teknik bilgileri, patentleri veya lisans sözleşmelerini satabilirler. Fakat firmalar bu geliştirdikleri yöntemleri kendi elinde tutmak isteyebilirler ya da bu yöntemlerin şirkette kalmasını zorunlu kılan nedenler olabilir. Örneğin, uzun yıllara ve yüklü maliyetlere mal olmuş bilgilerin satılması uygun değildir (Seyidoğlu, 2007; 724). Dolayısıyla piyasasına girilmek istenen ülkede doğrudan üretim kaçınılmaz olur.

e. Şirket Kalite Düzeyinin Korunması

Dünya çapında tanınmış firmaların, müşterilerine reklamlarla vaat ettikleri bir ürün kalite düzeyi vardır. Böylelikle firma, müşterileri gözünde bir marka değerine sahip olur. Bununla birlikte, firma lisans anlaşmalarıyla ürünü imal hakkını verdiği yerel firmanın müşterilerine vaat ettikleri kalite düzeyinde üretim yapabileceklerine güvenmezler ve tüketicilere aynı kalitede mal arz edemeyerek markalarına zarar gelmemesi için mallarını yabancı ülkelerde kendileri üretirler.

f. Şirket Markasından Yararlanmak

Uzun yıllar belirli bir kalitede mal üreten veya hizmet sunan firma, bunun yanında reklamlarla marka bilinirliğini ve ününü kullanmak için; piyasasına girmek istediği ülkede üretimini kendi gerçekleştirir. Böylelikle yarattığı markasından yararlanabilir.

g. Ucuz Yabancı Faktör Kullanımı

Faktör fiyatları ülkeler arasında büyük değişimler göstermektedir. Bunun sonucu olarak emeği yoğun olarak kullanan ve doğal kaynak gereksinimi olan malların

bu faktörlerin yoğun olduğu ülkelerde üretilmesi ciddi bir maliyet avantajı yaratabilir. Dolayısıyla firmalar ucuz emeğin veya sermayenin bulunduğu ülkelerde, doğrudan üretim yapmak istemektedir.

h. Riski Azaltma İsteği

Firmalar, bölgesel veya ülke çapındaki ekonomik olumsuzluklardan etkilenmeyi en aza indirebilmek için, yeni pazarlara girmek istemektedir (Çapraz ve Demircioğlu, 2003; 44). Üretim tek bir pazarda toplanırsa şirketin nakit akımları ülkedeki istikrarsızlıklardan etkilenebilir. Bunu engellemek için firma üretimini uluslararası çapta çeşitlendirebilir. Böylelikle, bir ülkedeki istikrarsızlıklardan kaynaklanan riskler belli bir ölçüde azaltılabilir.

ı. Ürünün Yaşam Dönemi Hipotezi

Ürün yaşam dönemleri hipotezine göre, piyasaya yeni sürülen bir ürün gelişmesini tamamladıktan ve iç piyasa sınırına ulaştıktan sonra, bu piyasada daha fazla kar olanakları kalmaz. Karlı üretime devam edilebilmesi için, daha az girilmiş olan ve hatta rekabetin daha az olduğu ülkelerde üretim yapmak gerekir.

i. Yerel Piyasadaki Kısıtlamalardan Kurtulmak

Sanayileşmiş ülkelerde bankacılık ve bazı imalat sanayindeki yasaların getirmiş olduğu düzenlemeler nedeniyle firmalar, bunlardan kurtulmak için yurt dışında şube açarlar veya üretimlerini yurt dışına kaydırırlar.

Ülkelerdeki üretim maliyetlerini yükselten çevre koruma standartlarından (baca filtreleri, emisyon oranları düşük otomobil üretimi) kurtulmak amacıyla da firmalar, üretimlerini sürdürmek için daha düşük çevre standartlarına sahip ülkelere yatırım yaparlar.

j. Yabancı Teknolojileri Öğrenme

Firmalar yurt dışında üretim tesisleri kurarak veya mevcut tesisleri satın alarak yabancı ülkede uygulanan teknolojileri öğrenebilir. Daha sonra, öğrenilen bu bilgileri üretim süreçlerinde kullanarak teknolojilerini geliştirirler.

k. Müşteri İzleme

Bazı sektörlerdeki firmaların müşterilerini izlemeleri gereklidir. Müşterileri yurt dışına yatırım yapınca onlar da o yörelerde şube ya da ofis açarlar. Bankalar, danışmanlık ve menkul kıymet aracı şirketleri bu niteliktedirler (Yüksel, 1999; 65).

l. Yatırım Çekmek İsteyen Ülke Açısından Paket Teorisi

Yatırım çekmek isteyen ülkeler dış yatırımları, sahip oldukları sermaye stoğuna katkı yapmak, yeni teknolojileri öğrenmek, ihracat kapasitelerini arttırmak gibi nedenlerle isterler. Buna bağlı olarak da yabancı sermaye bir paket olarak değerlendirilebilir. Bu paket şu dört unsurdan oluşur (Uras, 1979; 42):

- Sermaye,
- Teknoloji öğrenme,
- Yönetim becerisi,
- İhracat kapasitesini artırma olanağı.

Her yabancı sermaye, yukarıdaki paketin tüm unsurlarını içermeyebilir. Yabancı sermayeyi getirecek yatırımcı veya yatırım yapılacak olan ülke, paketi parçalamak isteyebilir.

Bu paketin hem yatırım yapan firma hem de yatırım alan ülke açısından ekonomik bedeli olacaktır. Yatırım kabul eden ülke açısından ekonomik bedelin yanı sıra sosyal etkiler de söz konusudur. Yabancı sermaye sadece sosyal yardım için ülkeye girmez, aynı zamanda da normal olarak, karını maksimize etmeye çalışacaktır. Yatırım kabul eden ülke ise, her şeyden önce yukarıda belirtilen pakete dahil dört unsurun tümünün veya bir kısmının peşindedir. Buna karşılık yabancı sermayenin götüreceklerini (kar, lisans, ücret, vb.) sınırlı ölçüde tutmaya çalışacaklardır.

B. PORTFÖY YATIRIMLARI

Uluslararası sermaye hareketleri içerisinde doğrudan yabancı yatırımlardan sonra ikinci en önemli uluslararası yatırım türü portföy yatırımlarıdır. Özellikle gelişmiş ülke (Amerika Birleşik Devletleri ve Japonya gibi) kaynaklı olan bu fonlar, gerek ulusal kalkınmaya gerekse yurtiçi sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmakla birlikte ülkelerin ekonomik dengeleri açısından bazı riskler de meydana getirebilmektedir (Calvo vd., 1996; 124). Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet veya özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir (TCMB, 2007; 7).

Portföy yatırımları, yatırımcının yerleşik olmadığı bir ülkede özel sektörün piyasaya sürdüğü hisse senetlerini, tahvilleri ve diğer finansal türev araçları satın almasıdır. Tahvilleri devlet de piyasa sürmüş olabilir ve bunları özel yatırımcılar da satın almış olabilir (Chang ve Gabel, 2005; 142). Portföy yatırımlarının başka bir tanımlaması ise, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski ve bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek gelir (sermaye kazancı, faiz, temettü geliri, vb.) elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlardır. Portföy yatırımları da kendi içinde uluslararası portföy yatırımları ve piyasalar arası portföy yatırımları olarak ikiye ayrılabilir: Bir ülkenin ihraç ettiği tahvillerin ve hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında alınıp satılması da, uluslararası portföy yatırımı olarak adlandırılmaktadır. Aynı işlemin ülke dışında bir merkezde gerçekleşmesi ise, piyasalar arası portföy yatırımı olarak nitelendirilmektedir (Doğukanlı, 2001; 219).

Portföy yatırımında bulunacak yatırımcılar, yatırımlarını gerçekleştirmeden önce bazı faktörleri incelemektedirler. Bunlar aşağıda sıralanmıştır:

- Yüksek ulusal ekonomik büyüme oranı,
- Döviz kurlarında istikrar,
- Genel makro ekonomik istikrar,

- Yabancı döviz rezerv düzeylerinin Merkez Bankası tarafından tutulması,
- Yabancı bankacılık sisteminin genel durum, tahvil ve hisse senedinin likiditesi,
- Faiz oranları.

Portföy yatırımları, yerleşik olmayan yatırımcıların ilgili ülkenin hisse senedi ve tahvillerini (menkul değerler) satın almasıyla gerçekleşen mali işlemler niteliğindedir. Bunun sonucunda, yatırımcılar öncelikle hisse senedi ve tahvili çıkaran kuruluşa (özel veya kamu), dolaylı olarak da ülkeye mali kaynak sağlamış olmaktadır. Yabancıların bir ülkenin sermaye piyasasında menkul değer satın almasının çeşitli nedenleri vardır. Bunlar, portföy teorisinin konusudur. Genel olarak değerlendirildiğinde, yatırımcıların bir ülkeye ait menkul değerleri tercih etmesinin nedenleri, bir tasarrufçunun kendi ülkesinde menkul kıymetleri tercih etmesinin nedenlerinden farklı değildir. Bir yatırımcı bir ülkede menkul değerler satın alıyorsa; daha fazla sermaye kazancı, daha fazla faiz ve kar payı (dividant) elde etmek istemektedir (Şahin, 1998; 32).

Portföy yatırımı kararlarını etkileyen temel faktör, yatırımlardan beklenen getiri oranıdır. Bir menkul değer getirisi, onun sağlayacağı faiz ya da temettü gelirleri ile sermaye kazanç ve kayıplarından oluşmaktadır. Yatırımcı için önemli olan ise, riski karşılayacak oranda bir gelir elde etmektir. Bu noktada, yatırım kararlarını etkileyen diğer bir faktör ise risk olmaktadır. Ticari ve politik risk ile kur riskini önceden kesin olarak bilebilmek mümkün olmadığından, risk düzeyi yatırımcının tahminlerine bağlı bulunmaktadır. Bu nedenle getiri ve risk durumlarına göre yatırım yapılacak menkul değerleri, fon sahibinin kişisel tercihleri belirlemektedir (Aslan, 1997; 57).

1- PORTFÖY YATIRIMI TEORİLERİ

Portföy teorileri, çeşitli risk ve getiri yaklaşımları altında portföy oluşumlarını incelemektedir. Portföy oluşumu ve yönetimine ilişkin, risk-getiri yaklaşımı altında portföyde yer alacak kıymetlerin seçim sürecinin nasıl ve hangi kriterlere göre yapılacağına ilişkin karar sürecini değerlendirmektedirler. Portföy teorileri, portföy yatırımlarını daha iyi değerlendirebilmek için aşağıda kısaca açıklanacaktır.

a. Modern Portföy Teorisi

1950'li yıllarda Harry Markowitz, o güne kadar geliştirilen değere yönelik temel analiz yaklaşımının hep geleceğe dönük tahminler içermesine rağmen, risk kavramına hiç değinmediğini tespit etmiştir. Getiri ve risk hayatta her zaman yan yana olan iki kavram olmasına rağmen, o güne değin yatırım kararlarına nasıl dahil edilebileceği çözülememişti. Markowitz riski ölçme konusunda adım atmış ve optimal portföy oluşturma tekniklerini formüle etmiştir. Portföyü farklı yatırım araçlarına dağıtarak riski azaltmak üzerine geliştirdiği teori Modern Portföy Teorisi olarak anılmaktadır.

Getirileri arasında tam pozitif korelasyon olmayan varlıkların bir araya getirilmesi ile riskin azaltılması ilkesi, Modern Portföy Teorisinin (MPT) dayandığı temel düşüncedir. MPT, getirileri arasında yüksek korelasyon olmayan varlıkların bileşimi yoluyla, her olası beklenen portföy getirisi için en az riski içeren varlık bileşiminin belirlenebileceğini anlatmaktadır (Doğukanlı, 2001; 221).

b. Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli

Modern Portföy Teorisi'nde, veri risk düzeyinde olası en büyük getiri sağlayan yatırım cüzdanının (portföyünün) sınırı belirlenmekteydi. Bu yaklaşım, hesaplama tekniği açısından karmaşık olduğu gibi, zaman sorununu da ortaya koymaktaydı. Daha sonra Markowitz'in öğrencisi olan William F. Sharpe (1964), söz konusu tekniği basitleştirerek "tek-endex modeli" olarak bilinen yeni bir yorum getirmiştir. Basitleştirilmiş bu yorum, çok sayıda menkul kıymetten oluşan bir portföyün yönetimine uygulanabilmektedir. Sharpe ve Linmer'in çalışmalarının sonucunda, "Finansal Varlık Fiyatlama Modeli" ortaya çıkmıştır. Modelde, portföyün getirisi ve riski göz önünde tutularak varlıkların nasıl fiyatlandırılacağı ortaya koyulmuştur (Sharpe, 1964; 427). Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli'nin (FVFM) bütün riskli varlıkların fiyatlandırılmasında kullanılması mümkündür. Bu model, riskli varlıklardan beklenen gelirin saptanmasında kullanılmaktadır.

Portföy teorisinin oluşturulmasında aşağıda kısaca açıklanan varsayımlardan hareket edilmiştir (Kaya, 1998;58):

- Borsalarda işlem gören menkul kıymetlerin arzında herhangi bir kısıtlama söz konusu değildir. Buna göre yatırımcı bir firmanın pay senetlerini dilediği tutarda satın alabileceği gibi; borsada işlem gören tüm firmaların pay senetlerinden de dilediği tutarda satın alabilmektedir.
- Yatırımcılar almak istedikleri menkul kıymetin ait olduğu firma ve pazar hakkında herhangi bir maliyete katlanmadan bilgi alabilmektedir. Şirketlerle ilgili haberler anında borsaya yansımakta ve tüm yatırımcılar bu bilgilerden yararlanarak pay senetlerini satın alma kararını vermektedir.
- Menkul kıymet satın alabilmek için yatırımcılar sabit bir faiz oranı üzerinden borçlanabilmekte ve borçlanma düzeyinde herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Borçlanmada yatırımcı için, asgari bir öz sermaye öngörülmediği gibi, yatırımcı birden fazla kaynaktan da kredi kullanabilmektedir.
- Pay senedi alım-satım işlemlerinde komisyon ödenmemektedir. Aracı kuruluşlara herhangi bir ödeme gerekmediği gibi, pay senetlerinin muhafazası ve yönetimi de herhangi bir gidere yol açmamaktadır.
- Menkul kıymet gelirleri üzerinden herhangi bir vergi ödemesi söz konusu değildir. Menkul kıymetlerin satın alınmasında, satılmasında ya da menkul kıymet gelirlerinin (kâr payı, faiz kuponu) tahsil edilmesinde sermaye kazancı vergisi ödenmemektedir.
- Tüm yatırımcılar, menkul kıymetlerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve korelasyonuna ilişkin aynı beklentiye sahiptirler.
- Bütün yatırımcılar, riski belirli olan menkul kıymetler arasından getirisi en yüksek olanını tercih etmektedir (Kaya, 1998; 58).

İşletmeler, finansal yatırımlarda Markowitz tarafından geliştirilen risk dağıtım ilkesine uymaktadır. Finansal yatırımlarda amaç, getirilerin maksimum kılınması ve çeşitlendirme yoluyla riskin minimum kılınmasıdır. Burada hedef, belirli menkul kıymetlere yönelerek, sadece getirinin maksimum kılınması değil, öncelikle riski çeşitlendirilmiş bir portföyden maksimum getirinin sağlanmasıdır.

c. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi

Uluslararası portföy yatırımlarının temelinde, portföy çeşitlendirmesinin yararları ve geniş yatırım fırsatlarının varlığı yer almaktadır. Uluslararası menkul kıymetlere yatırım yaparak, yatırımların oynaklığını azaltmak mümkün olmaktadır. Portföy yatırımlarının yatırımcılar açısından en cazip yanı, bu tür yatırımların çeşitlendirme yoluyla yatırımcılara yatırımlarının oynaklığını azaltma imkanı vermesidir. Diğer bir deyişle, yatırımcılar, uluslararası finansal varlıklara da yatırım yaparak, sadece yurtiçinde yapılan yatırımlara kıyasla daha iyi bir getiri-risk profili elde edebilmektedir.

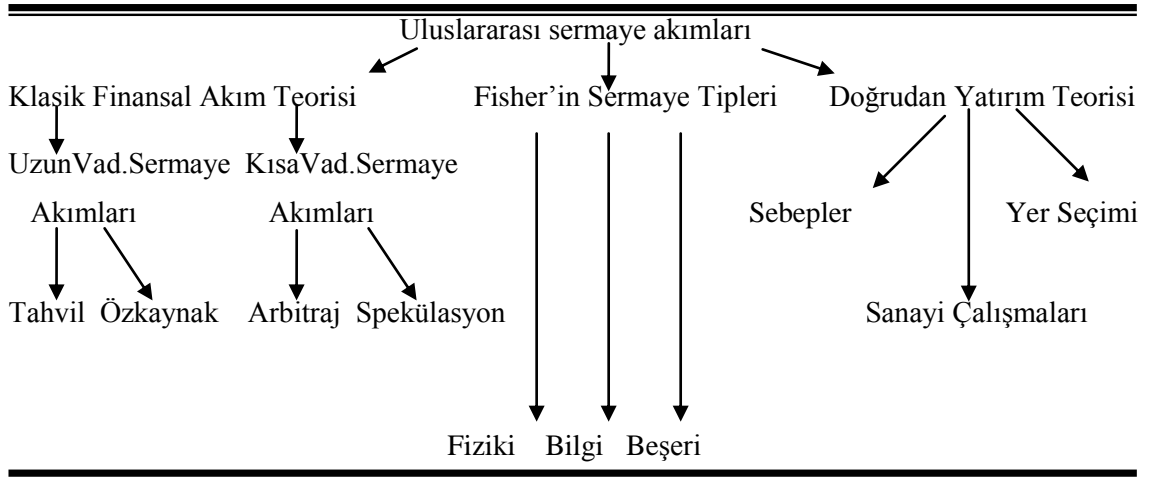
Portföydeki varlık sayısı arttıkça, her bir çift arasındaki korelasyonun göz önünde tutulması gerekmekte ve hesaplamalar karmaşıklaşmaktadır. Portföye, daha önce portföyde olan varlıkların getirileri ile, tam pozitif ilişkiye sahip olmayan varlıklar eklendikçe portföy riski düşmektedir. Varlık sayısı arttıkça düşen risk sistematik olmayan risktir. Sistematik risk ise değişmemektedir. Sistematik risk, ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısı ve değişkenliğinden kaynaklanmaktadır. Sistematik risk kaynakları, faiz oranı riski, enflasyon riski ve piyasa riskidir. Sistematik olmayan risk ise, firmanın veya firmanın faaliyette bulunduğu endüstriye ait özelliklerin oluşturduğu risktir. Sistematik olmayan risk, finansal risk, faaliyet riski ve yönetim risklerinden oluşmaktadır. Markowitz çeşitlendirmesindeki portföyün toplam riskinin azaltılması için, getirileri arasında düşük bir korelasyon olan yatırım araçlarına yatırım yapılması gerekmektedir. Çeşitlendirme yolu ile sistematik risk ortadan kaldırılamaz; sadece sistematik olmayan riskin yok edilmesi mümkündür (Doğukanlı, 2001; 227).

Tek bir ülke içindeki çeşitli sektörler, genellikle o ülkedeki ekonomik değişmelerle aynı yönde bir değişim göstermektedir. Bu nedenle, sadece bir ülkede yapılan portföy çeşitlendirmesi, olanakları ve çeşitlendirmeden sağlanacak faydayı sınırlamaktadır. Ülkeden ülkeye sektörel yapılar farklılık göstermektedir ve sektörler için döngüler tamamen birbirini izlememektedir. Bu sadece bir ülkede yapılan yatırımların beklenen getirisi ile farklı ülkelerde yapılan yatırımların beklenen getirileri arasındaki korelasyonun düşük olmasını sağlamaktadır.

C. SERMAYE AKIMLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER

Sermaye akımlarını açıklamaya yönelik çok sayıda teori bulunmaktadır. Bu farklı sermaye akımları teorilerini temel bir sınıflandırmayla göstermek olanaklıdır. Sermaye akımları için temel sınıflandırma aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir.

Şekil 1.1: Genel Uluslararası Sermaye Akımları Teorileri



Kaynak: Nurdan ASLAN, Uluslararası Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri, Türkmen Kitabevi, İstanbul – 1997, s.47.

Keynes ve Ohlin'in yaptığı araştırmalar, klasik sermaye transferi teorisinin temellerini oluşturmaktadır. Bu teoriye göre, uluslararası sermaye transferleri, tipik bir borç verme işlemidir ve hem sabit hem de değişken kur sisteminde gerçekleşebilmektedir. Örneğin, bir ülkenin sermaye transfer ettiğini varsayıldığında; sermaye ihraç eden ülkede faiz oranları artacak, para arzı azalacak ve fiyatların düşmesiyle birlikte cari işlemler fazlası oluşacaktır. Sermaye ithal eden ülkede ise, faizler düşerken, fiyatlar artacak ve cari işlemler açığı meydana gelecektir. Ticaret dengesindeki bu değişimler sonucunda sermaye transferleri tersine dönecektir. Bu teorisinin gerçekleşmesi için bazı basitleştirici varsayımlar yapılmaktadır; bu varsayımlar şunlardır (Aslan, 1997; 49):

- Sermaye ihraç eden ülkelerde ticaret fazlası, sermaye ithal eden ülkelerde ticaret açığı olmalıdır.
- Sermaye ihraç eden ülkede gelirin azalması, sermaye ithal eden ülkede ise gelirin artması sonucunda dış denge değişmelidir.

- Net ticaret hadleri sermaye transfer eden ülkenin aleyhine, transferi alan ülkenin lehine değişmelidir.

1. SERMAYE AKIMLARINA İLİŞKİN NEO-KLASİK GÖRÜŞ

Neo-klasik teori, yurtiçi tasarrufların kıt olduğu durumlarda yabancı sermayenin yurtiçi yatırımları ve bu yolla büyümeyi hareketlendireceğini kabul etmektedir. Neo-klasik görüşü benimseyenler iktisatçılar, yabancı sermayenin ülkeye girebilmesi için de dış finansal serbestliği savunurlar. Sermayenin hareket yeteneği hane halkının, firmaların veya ülkelerin yurtdışından borçlanmak suretiyle tüketimlerini kesintisiz devam ettirebilmeleri anlamına geldiği gibi; yurtdışından borçlanabilmek, yurtiçi üretim ve gelir düşük olsa bile, halkın ve firmaların satın alma ve yatırım yapma imkanlarının devam etmesini sağlayarak konjonktürel yapıyı kırabilmektedir (Eroğlu, 2002; 16). Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, tasarrufların sermaye kıtlığı çeken ülkelere akmasını sağlayacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufların yetersiz olduğu durumlarda; bu ülkelerdeki faiz oranları yükselecek ve tasarruf fazlası olan ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye transferi gerçekleşecektir (Yentürk, 2003; 131). Bu süreç, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının uluslararası faiz oranları seviyesine ininceye kadar devam edecektir. Küresel tasarruflar faiz oranlarına karşı ne kadar duyarlı iseler, bu süreç o kadar hızlı gerçekleşecektir. Bu süreç sonucunda, sermaye girişlerindeki artışın ülkenin sermaye stoğunu, üretkenliğini ve gelirini arttırarak, verimli bir döngüyü başlatacaktır (Chang ve Grabel, 2005; 146). Bu teorinin gerçekleşmesini sağlayan varsayım, uluslararası finansal piyasalarda işlem yapan tasarruf sahiplerinin, portföy tercihlerini doğru bir şekilde değerlendirebileceğini, en yüksek beklenen getiriyi sağlayacak yatırımları bulup onlara yatırım yapacağını, mali varlıklarına, risklerine ve getirilerine göre doğru bir şekilde fiyatlandıracağını ve belirsizlikleri azaltacak bilgiyi elde edeceklerini varsaymaktadır. Bunun yanında, uluslararası sermaye piyasalarının, küresel tasarrufları her zaman en üretken şekilde değerlendireceğini söylemektedirler. Yurtiçi sermaye miktarı yetersiz olan ülkeler, yurtiçi tasarruflarını arttırmak yerine, yurtdışı sermaye piyasalarından kaynak bularak istenilen yatırımları ve büyümeyi sağlayabileceklerini söylemektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerde, vergi tahsilinde yaşanan sorunlar ve devlet bütçesindeki sayısız talepler yüzünden kamu harcamaları sınırlıdır. Devlet özelleştirme yaparak ve çıkardığı tahvilleri yabancı yatırımcılara satarak ek kaynak yaratabilir. Serbest sermaye piyasaları, gelişmekte olan ülkelerde kamu sektörünün ve özel sektörün yurtiçinde üretilmemiş sermayeden (teknoloji vb.) ve diğer kaynaklardan yararlanabilmesini sağlar. Yurda giren ek sermaye sayesinde büyümeye kaynak ayrılabilir. Yabancı sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelerde verimliliği ve politika etkinliğini olumlu yönde etkileyebilir. Özel sermaye akımlarını ülkeye çekme isteği ve sermayenin kaçışı tehdidi; politika tasarımı, makroekonomik performans ve şirket yönetişimi alanlarında uluslararası standartların sağlanması için devleti ve şirketleri güdülemektedir. Özel sermaye akımlarını çekmek isteyen ülkelerin, aynı zamanda enflasyonla ve yolsuzlukla mücadele etmeleri gerekmektedir. Çünkü yatırımcılar fiyat istikrarına, şeffaflığa ve hukukun üstünlüğüne büyük önem vermektedir.

Bu görüşleri savunanlar, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile gelişmekte olan ülkelerde bazı sorunların ortaya çıkmaması için, önce kamu dengesi ile para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerektiğini söylemektedir. Ekonominin diğer sektörleri başarıyla serbestleştirildikten ve asgari düzeyde bir finansal gelişme sağlandıktan ve kurumsal ve düzenleyici mekanizmalar yeterince geliştirildikten sonra, sermaye hareketlerinin belirli türlerini serbestleştirmeye geçilmelidir. Bu teze, sıraya koyma tezi denilmektedir. Serbestleşme politikalarındaki sıralama ve hız konusunda yapılan hatalar, genel toplumsal şartlara karşı duyarlı olmamaktan kaynaklanmaktadır. Daha sosyal ağları konulmadan, uygun bir yasal çatı oluşturulmamışken, ülkeler modern kapitalizmin bir parçası olan piyasa fikrindeki ani değişikliklere direnemiyorken, liberalleşme uygulaması için baskı yapılabilmektedir. Yeni iş sahaları yaratmak için gerekli koşullar hazırlanmadan iş sahalarını yok edecek politikaların uygulanması için dayatmak, uygun rekabet ve yasal çerçeve hazır olmadan ülkeleri özelleştirme yapmaya zorlamak Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) serbestleşme için önerdiği ve sıklıkla eleştirilen politikalar. Bu hataların temelinde, piyasa fundamentalizminin politikaları yatmaktadır. Örneğin, özel mülkiyet hakları oluşturulduktan sonra gerisinin kendiliğinden geleceğini iddia etmektedirler, piyasa ekonomisinin işlemlerini sağlayacak kurumlar ve yasal yapılanma da buna dâhildir.

Sermaye piyasasını serbestleştirme ve özelleştirme konusunda yapılan hatalar büyük oranda sıralama ve hız hatalarıdır (Stiglitz, 2002; 111).

Doğrudan yabancı yatırımlara (DYY) ilişkin neo-klasik görüş şu şekildedir. Neo-klasiklere göre doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkelerin lehine gelişen bir süreçtir. DYY, gelişmekte olan ülkelerde sermaye, ileri teknoloji, yönetim becerisi gibi kaynakların elde edilmesini sağlamaktadır. Üstün yönetim teknikleri ve şirket uygulamalarını beraberinde getirmekte, dış piyasalarla bağlantı kurmayı ve bu piyasalara erişimi mümkün kılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve uluslararası şirket faaliyetleri (teknoloji lisansları, yatırımsız yönetim sözleşmeleri vb.) gelişmekte olan ülkelerin küresel ekonomiyle bütünleşmesini kolaylaştırmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, gelişmekte olan ülkeler açısından bir “kazan-kazan” girişimidir. Çok uluslu şirketleri yararına olan her şey, bu yatırımları yapıldığı ülke ekonomilerine de yarar sağlamaktadır (Chang ve Grabel, 2005; 144; Stiglitz, 2002; 98).

Neo-klasik görüşlere göre, portföy yatırımları, şirketlerin ve devletlerin uluslararası sermaye piyasalarında bulunan büyük orandaki sermaye birikiminden yararlanılmasını sağlar. Sermayeye erişim kolaylığı, daha fazla yatırım ve ekonomik büyümenin birbirini beslediği bir ortam yaratır. Portföy yatırımları, uluslararası sermaye piyasalarındaki çok sayıdaki farklı yatırımcılar tarafından rekabetçi koşullarda fiyatlanmakta ve etkin biçimde tahsis edilmektedir. Bu koşullar sayesinde, devletin yürüttüğü sermaye tahsisinde ve bazı banka kredilerinde ortaya çıkan yolsuzluklar, uluslararası sermaye piyasalarında yolsuzluğa meydan vermeyen, kişisel olmayan süreçlerle tahsis edilmektedir. Bu koşullarda tahsis edilen portföy yatırımlarından yararlanmak, bu yatırımları ülkelere çekebilen ekonomilerin genel etkinliğini ve performansını artırır. Bununla birlikte uluslararası finans piyasalarında fiyatların dengeye gelmesi çok hızlı gerçekleşir. Portföy yatırımlarının geldiği ülkeden çok hızlı geri çekilebilecek olması devletleri ve şirketleri disipline sokar ve etkinliğini artırır. Çünkü devletlerin ve şirketlerin portföy yatırımlarından yararlanabilmesi için, yatırımcıların uygulanan ekonomik programlara, politikalara ve işletme yönetimlerine güvenmeleri gerekir (Chang ve Grabel, 2005; 154).

Son olarak neo-klasiklerin özel banka kredileri hakkındaki görüşleri şöyle açıklanabilir: Yabancı banka kredileri, yurtiçinde kredi veren kuruluşların ve tasarruf

sahiplerinin sağladığı yurtiçi sermaye birikimine katkıda bulunur. Bu sayede, yabancı banka kredileriyle, ekonominin bu kredilerinden yararlanmadan önce gerçekleştirdiği yatırım ve büyüme düzeylerinin üzerinde bir seviyeye ulaşılabilir. Yabancı bankalardan borçlanmanın kalkınma açısından yararları da vardır. Yabancı bankalar, yerli bankalara göre genellikle daha ucuz kredi vermektedir. Görece düşük sermaye maliyetleri, daha yüksek yatırım ve büyüme düzeylerini sağlayabilir. Yerli bankaların yabancı bankalarla rekabet etmesi, yerli bankaların daha ucuz kredi vermesini ve yabancı rakiplerinin etkinlik ve hizmet standartlarını yakalamaya zorlayabilir. Bu sayede, yerli tüketiciler ve firmalar, bu rekabetten yarar sağlamış olur (Chang ve Grabel, 2005; 155).

Bu kısım altında açıklanan neo-klasik yaklaşımın, günümüzde gittikçe daha çok tartışılan eleştirileri bulunmaktadır. Neo-klasik yaklaşımı eleştirenlerin görüşleri ise, alt başlıkta verilmektedir.

2. SERMAYE AKIMLARA YÖNELİK NEO-KLASİK GÖRÜŞÜN REDDİ

Yukarıda özet olarak ifade edilen neo-klasik teori, uygulama açısından değerlendirildiğinde beklenen sonuçları verdiği söylenemez. Örneğin, yabancı sermaye yatırımlarının kısa dönemde bir ülkenin GSMH'nda olumlu etkiler yaratmasına rağmen uzun dönemde karların yatırımı yapan ülkeye geri dönmesi nedeniyle ulusal ekonominin bütünü üzerinde beklenmedik olumsuz etkiler yaratmakta ve yapısal bozulmalara neden olmaktadır. Bu gibi olumsuz etkiler aşağıda kısaca özetlenmiştir.

- Döviz kurunun aşırı değerlenmesi, kısa vadeli olarak ülkeye akan dövizler, giriş anında ülke parasının diğer dövizler karşısında aşırı değerlenmesini sağlarken, karların yurtdışına çıkmasıyla süreç tersine işlemekte diğer paralar ülke parasına göre aşırı değerlenmektedir (Eroğlu, 2002; 17).
- Ülke ekonomisi, uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalara daha duyarlı hale gelmektedir.
- Ulusal ekonomi politikalarının etkinliği azalmaktadır.
- Mali piyasalarda ani ve aşırı fiyat dalgalanmaları yaşanmaktadır.
- Genel fiyat düzeyinde yükselmeler görülmektedir.

- Ulusal şirketler yabancı şirketlere karşı cephe alıcı faaliyetlere girmektedir.

Neo-klasik yaklaşımı eleştirenlere göre, bu görüş iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, finansal piyasaların etkin çalıştığı kabulüdür. İkincisi ise, finansal serbestleşmenin tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranını ülkeler arasında eşitleyeceği kabulüdür. Fakat, finansal piyasaların etkin çalışmaması, finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi, günümüz piyasaları için daha geçerlidir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere akan sermaye miktarı arttıkça yatırımların getirisi gelişmiş ülkelerin düzeyine inmemekte, ülkeler arasındaki yatırımların getirisi bir yakınlaşma eğilimine girmektedir (Yentürk, 2003; 32).

Uluslararası sermaye akımları, döviz kurlarının piyasada belirlendiği kur sisteminde, büyük ve ani sermaye girişleri yerli paranın değer kazanmasına neden olabilmektedir. Yerli paranın fazla değerlendirilmesi (ithal mallarını yerli tüketici açısından ucuzlattığı için) ithalatı arttırır ve (ihraç malları yabancı tüketici açısından daha pahalı hale getireceği için) ihracatı azaltır; bunun sonucunda ödemeler dengesinde sorunlara neden olur. Özel sermaye girişleri, yerli ve yabancı yatırımcıların yurtiçi politikaların uygulanmasına karışması olasılığını da yükseltir (sermaye akımları, yatırımcıların ekonomik ve siyasi ortamın elverişli olmasına ilişkin yargılarına bağlıdır). Sermaye girişleri aynı zamanda, yurtiçi kaynakların yabancı denetimi altına girmesi sorununu da gündeme getirmektedir.

Sermaye girişlerinin bir diğer yönü ise, sermaye çıkışlarıdır. Ülkeden sermaye çıkışları, yabancı yatırımlara kar payı ödemek, kredi açan yabancılara faiz ödemek, hisse senedi portföylerinin satılıp paraya çevrilmesi gibi yollarla gerçekleşir. Ani, büyük sermaye çıkışları, yerli paranın değer kaybetmesine neden olabilir. Sermaye kaçıışı genellikle bir kısır döngüye yol açar: Kısır döngünün işleyişinde; yerli paranın değer kaybetmesi, borç ödemede zorluklar, hisse senedi (ve diğer varlıkların) değerlerinin düşmesi ve yeni sermaye kaçışları birbirini izler. Bunun nedeni, yerli paranın ve varlıkların değer kaybetmeye devam edeceğini öngörüp paniğe kapılan yatırımcıların yeni sermaye kayıplarını önlemek amacıyla varlıklarını toptan satma eğilimine girmesidir. Böylece sermaye kaçıışı, makroekonomik dirençsizliğe ve finansal istikrarsızlığa yol açmaktadır; bu sorunların daha da ağırlaşmasına neden olmaktadır.

Tüm bu süreç, finansal bir krizle sonuçlanabilir. Finansal kriz, ekonomik performansı ve özellikle düşük gelirli kesimlerin yaşam standartlarını ciddi biçimde tehlikeye atmaktadır ve iç meselelerde karar alma sürecine yabancıların karışmasına neden olmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin neo-klasik görüşü eleştirenler, çok uluslu şirketlerin faaliyetlerini ciddi şekilde eleştirmektedir. Bu görüşe göre, çok uluslu şirketler, ilk olarak eskimiş ve elverişsiz teknolojileri, genellikle şişirilmiş fiyatlardan transfer etmektedir. İkinci olarak, çok uluslu şirketler, yatırım yaptıkları ülkelerde siyasi ve ekonomik alanda çok büyük bir tekel gücüne sahiptir. Üçüncüsü, çok uluslu şirketler iştirakleri arasında transfer fiyatlaması³ denilen bir uygulamayla vergi kaçırmaktadır. Dördüncüsü, yerli şirketler yabancı şirketlerle rekabet edemediği için çok uluslu şirketler yerli yatırımları engellemektedir. Bazı ülkelerde çok uluslu şirketler, kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeyen hükümetlerin istikrarını bozmaya yönelik kampanyalara karıştıkları içinde eleştirilmektedirler. Bunun en bilinen örneği, Şili'deki bakır sanayisindeki çok uluslu şirketlerin General Pinochet'in Cumhurbaşkanı Allende'ye karşı yaptığı askeri darbeye verdiği destektir (Allende, Cumhurbaşkanı seçildikten sonra bakır madenlerini kamulaştırmıştı).

Liberal politikalar uyarınca çok uluslu şirketlere kapılarını açan bazı gelişmekte olan ülkeler, son 10-15 yılda umulandan daha az yarar görmüşlerdir. Bunun nedeni, bu ülkelerin çok uluslu şirketlere belli bir ulusal kalkınma stratejisi doğrultusunda yaklaşmamasıdır. Vizyondan yoksun bir serbestleşme politikasının sonucu, genellikle yanlış doğrudan yabancı yatırımların yapılmasıdır. Yapılan doğrudan yabancı yatırımların çoğunu, gayrimenkule yapılan yabancı yatırım ve mevcut şirketlerin yabancılara devri (boz alan yatırımı) oluşturur ve bu yatırımlar nadiren teknoloji transferi sağlar. Dikkatle tasarlanmış bir sanayileşme stratejisi uygulamak yerine, kamu iktisadi teşebbüslerinin popülist gerekçelerle özelleştirilmesine yönelik çok sayıda verimsiz doğrudan yabancı yatırım yapılmıştır. Bu verimsiz politikalar sonucunda birçok ülke, yabancı şirketlere gereğinden fazla sübvansiyonlar vermiş, vergi muafiyetleri sağlamış, yabancı şirketlere uygulanan mülkiyet kısıtlamalarına son

³ Transfer fiyatlaması, bir şirketin iştiraklerinin iç fiyatlarıyla istediği gibi oynadığı bir vergi stratejisidir. Bu stratejiye göre, yabancı şirketlerden düşük vergi alan ülkelerde iştirakler kar gösterirken, yüksek vergi alan ülkelerde zarar gösterir.

vermiş, karların yurtdışına aktarılması üzerindeki kısıtlamaları azaltmış, yerli girdi zorunluluğunu kaldırmış ve ulusal düzenlemelerde gereksiz ayrıcalıklar tanımıştır (Çimenoğlu vd., 2005; 14).

Çok uluslu şirketler, ülke içinde kazanılan karların ülke dışına çıkarılması üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla, yatırım yaptıkları ülkeden büyük miktarlarda sermaye çıkışına neden olmaktadır. Ayrıca, transfer fiyatlamasının uygulanması, çok uluslu şirketlerin yatırım yaptıkları ülkede kazandıklarından daha fazla miktarda sermayeyi yurtdışına çıkarabilmelerini mümkün kılmıştır.

Neo-klasik görüşün öne sürdüğü üzere, portföy yatırımlarının her durumda kalkınma açısından en önemli projeleri finanse edeceğini kanıtlamak kolay değildir. Devletin aracılık ettiği finansal akımların aksine, portföy yatırımları, küresel sermaye piyasalarındaki getiri oranına göre tahsis edilmektedir. Bu durum uygulamada, spekülasyon yüksek getirili projelerin, sosyal veya kalkınmaya yönelik getirisi daha düşük projelere tercih edilmesi sonucunu doğurur. Bu spekülasyon projeleri, genellikle küçük bir grup yerli ve/veya yabancı yatırımcı için karlıdır ve yatırımları, büyümeyi kısa veya orta vadede arttırabilir. Fakat portföy yatırımları spekülasyonları, daha gerekli ve istenilen bir hedef olan ekonomik kalkınmaya çok az katkıda bulunmakta ve genellikle eşitsizliği arttırmaktadır.

Portföy yatırımlarının kısa vadede ani ve büyük miktarlarda giriş çıkışlara neden olabilmesi, makroekonomik istikrarsızlığı arttırabilir. Gelişmekte olan ülkelerin pek çoğunda, finansal krizlerin ortaya çıkmasında spekülasyon sermaye akımlarının büyük payı vardır (örneğin, Meksika 1994, Malezya ve Tayland 1997, Türkiye 2000-2001 vb.). Portföy yatırımları sonucunda, varlık fiyatlarının sürekli dalgalanması, şirketler açısından belirsizliği artırır, sistematik istikrarsızlığa neden olur ve böylece finansal krizlere karşı ülke ekonomisinin korunaksız kalmasına yol açar. Portföy yatırımları çok akışkandır ve bu yüzden kolayca ülke dışına çıkabilir. Yerli ve yabancı yatırımcılara ait portföy yatırımlarında önemli miktarlarda ani çıkış olması, kaçışların devam ederek yerli paranın değer kaybetmesine ve bu durumda, borç ödemelerinde güçlüklerin ve finansal varlık fiyatlarında düşüşlerin birbirini izlediği bir kısır döngüye neden olabilmektedir. Bu tür finansal krizlerin maliyetleri, büyük ölçüde düşük gelirli kesimlerin omzuna binmektedir. Herhangi bir sermaye türünün kaçışı finansal krizlere

yol açabilir, ama portföy yatırımlarının yüksek akışkanlığı böyle bir kaçış eğilimini pekiştirmektedir (UNCTAD, 2008; 41).

Büyük ve ani portföy yatırımı çıkışlarının yanı sıra portföy yatırım girişleri de bir sorun kaynağıdır. Büyük ve ani portföy girişleri, döviz kurlarının piyasada belirlendiği yerli paranın değerlenmesi yönünde baskı oluşturduğu ölçüde başka sorunlara da yol açar. Bu durumda, ülkenin kısa bir zaman içinde büyük miktarlarda portföy yatırımı çekmeye başlaması, ihracat performansını tehdit edebilir. Bu sorun, çok kısa bir süre içinde büyük doğrudan yabancı yatırım girişleri olduğunda da ortaya çıkar. Döviz kuru sabit veya belirli bir aralık içinde tutuluyor olsa bile, büyük miktarda portföy veya belirli türde doğrudan yabancı yatırım girişleri, kuru belirli bir aralıkta tutmaya çalışan merkez bankasının para politikası uygulama imkanlarını kısıtlayabilir (Stiglitz, 2003; 201).

Neo-klasik görüşü eleştirenler, gelişmekte olan ülkelerde yabancı banka kredilerinin özel şirketlerce verimsiz veya israfa yol açan her türlü faaliyette kullanıldıklarını ileri sürmüşlerdir. Genelde finansal serbestleşmenin başlattığı spekülative balonlar oluştuğunda, yabancı banka kredilerinin büyük bir kısmı, spekülative gayrimenkul ve hisse senedi ticaretini finanse etmeye başlar. Pek çok Latin Amerika ve Güneydoğu Asya ülkesinde finansal serbestleşme sonucunda bu olaylar gerçekleşti. Spekülative balonları şişirmenin yanı sıra, kapasite fazlasının bulunduğu yatırımları da genellikle yabancı banka kredileri finanse etmiştir. Aşırı yatırımın sonucu olan kapasite fazlası, fiyatları ve ihracat kazançlarını düşüren bir baskı oluşturmaktadır. Devlet, kredi fonlarının tahsisini denetlemezse, yabancı krediler, kalkınmaya veya sosyal amaçlara en uygun öncelikli yatırım projelerinin finansmanında kullanılmayabilir. Yabancı krediler kalkınmaya katkı yapmayan verimsiz amaçlarla kullanıldığı sürece, bu kredilerin kısıtlı yerli kredileri takviye etmesinin bir önemi yoktur. Yabancı kredilerin yerli kredilerden genellikle daha ucuz olduğunu söyleyen neo-klasikler haklıdır. Ama yabancı kredilerin ucuzluğu, bu kaynakların verimsiz amaçlar için harcanmasını daha cazip kılıyorsa, ki genellikle öyle olmaktadır. Ucuz kredilerin kalkınmaya katkı sağladığı şüphelidir (Chang ve Gabel, 2005; 157).

Ve son olarak, yabancı kredilerin ülkeden kaçma eğilimi, yerli kredilere göre daha yüksektir. Yabancılar, sezdikleri risklerden korunmak ve başka yerlerde daha

uygun fırsatlar aramak için belirli bir ülkede verdikleri kredileri kolayca kısıabilir. Gelişmekte olan ülkelerde devlet, talimatlarıyla veya manevi baskıyla yerli bankaları yönlendirebilir, fakat yabancı yatırımcıların kararlarını aynı biçimde etkileyemez.

D. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI İLE PORTFÖY YATIRIMLARI ARASINDAKİ FARKLAR

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları ülke ekonomilerini doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Fakat bu yatırımların gerçekleştiği ülke ekonomilerinde kısa ve uzun dönem etkileri arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır.

Yabancı portföy hisse yatırımları, yatırımcıya sağladığı risk üzerindeki yönetim özgürlüğü sebebiyle, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayrılmaktadır. Yabancı bir yatırımcı tarafından gerçekleştirilen herhangi bir yatırım, yatırım yapılan ülkedeki bağlı alt işletmenin en az %10'u veya bağımsız bir işletmenin eşit oranda hissesine eşit olduğu takdirde, doğrudan yabancı sermaye yatırımı olmaktadır. IMF Ödemeler Dengesi Kılavuzu doğrudan yabancı sermaye yatırımını tanımlarken, bu yatırımın, bir ekonomide mevcut durumdaki bir kuruluşun bir başka ekonomideki bir kuruluşun kalıcı fayda elde etmesini hedefleyerek gerçekleştirilmesini esas almaktadır. Kılavuzda bu çerçevede, bir kalıcı fayda için iki kuruluş arasında uzun vadeli bir ilişki gerektiği ve yatırımcıların yatırım gerçekleştirilen ülkedeki kuruluşun yönetiminde etkili olması durumu üzerinde durulmaktadır. IMF, söz konusu kalıcı fayda olgusunu bir zaman çerçevesinde değerlendirmemiş ve yatırıma konu olan kuruluşun ne kadarına sahip bulunduğu üzerinde durmaktadır (IMF, 1999; 12).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları ve portföy yatırımcıları birbirlerine göre farklılıklar göstermektedir. Portföy yatırımcıları, genellikle yönetiminde pay almaksızın şirket hisselerine sahip olarak finansal sermaye birikimi sağlamaktadır. Yine portföy yatırımcıları, genellikle finansal kurumlardan, kurumsal yatırımcılardan veya yatırımlarının kendilerine finansal getirisini dikkate alan bireylerden meydana gelmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları ise, genellikle ürünlerin ve hizmetlerin üretimi ile ilgili firmalarından oluşmaktadır.

Portföy yatırımcıları, yatırım amacıyla satın aldıkları hisse senedi, tahvil, vb. yatırımlardan elde ettikleri kar oranları düştüğünde veya zarar etmeye başladıklarında;

yatırımlarını ikincil piyasalarda satarak likiditeye çevirebilir. Oysa doğrudan yabancı yatırımlarda, yatırımı gerçekleştiren çok uluslu şirketler yatırımlarına daha uzun bir süre sahiptir ve yatırım yapmadan önce daha uzun dönemli planlar yapmak zorundadır.

Doğrudan yabancı yatırımlardan farklı olarak, portföy yatırımları çok daha kısa süreli bir sermaye hareketi olarak makroekonomik yapıya sağladığı faydaların yanında, ani sermaye çıkışlarına da neden olması sebebiyle, finansal derinliği olmayan piyasalarda istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Portföy yatırımları bu özelliklerinden dolayı gelişmekte olan ülkelerde kısmen veya tamamen kısıtlanabilmektedir (Çapraz ve Demircioğlu, 2003; 44).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıyla portföy yatırımları arasındaki farkları aşağıdaki gibi kısaca sıralayabiliriz.

- Doğrudan yabancı yatırımlarda yatırım yapılan ülkeye sermaye transferinin dışında, know-how, yeni üretim teknolojileri, yönetim bilgisi gibi değerler de aktarılmaktadır. Portföy yatırımlarında ise, sadece sermaye transferi gerçekleşmektedir.
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapan firma, yurtdışında kurulan firmanın yönetim kadrolarını ana firmadan gönderdiği kişilerle oluşturur. Kurulan firma, ana firmanın denetimi altındadır. Portföy yatırımlarında ise, yatırım yapılan ülkedeki firmanın yönetimine katılım hakkı yoktur.
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha çok uzun perspektifte değerlendirilmesi gereken yatırımlardır. Portföy yatırımlarında ise çok kısa vadelerde giriş ve çıkışlar olabilmektedir.
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Portföy yatırımları ise, finansal kurumlar, kurumsal yatırımcılar ve gerçek bireyler tarafından gerçekleştirilmektedir.
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında, yapılan yatırım kar getirmemeye başladığında veya gelecek tahminleri olumsuz döndüğünde; yatırım yapılan ülkeden çıkmak portföy yatırımlarına göre çok daha maliyetli ve uzun süre gerektiren bir işlemdir (Karluk, 2003; 645).

E. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ VE BÜYÜME DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Küreselleşmenin maliyetleri ve karlarına ilişkin tartışmalar, akademik ve politik çevrelerce artan şekilde tartışılmaktadır. Bretton Woods sisteminin oluşturulması sırasında, ilk kez John Maynard Keynes tarafından sermaye hareketliliği üzerindeki endişeler ortaya atılmıştır. Bu endişeler, 1970'ler ve 1980'lerde çok tartışılmasa da; son 20 yılda ortaya çıkan krizler, uluslararası finansal bütünleşmenin maliyetleri ve karları üzerindeki tartışmaları artırmıştır. Stanley Fisher, Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, Larry Summers ve benzer görüşlere sahip diğer akademisyenler tarafından desteklenen uluslararası sermaye hareketliliğinin en önemli argümanı; uluslararası mali bütünleşmenin kaynakların aktarıldığı tasarrufları etkin olarak küresel çapta bölüştürülmesine yardımcı olduğudur ve bunun sonucunda, dünya çapında ekonomik büyüme ve refahın artacağıdır. Ama bazı akademisyenler ise, uluslararası mali bütünleşmeden kuşku duymaktadır. Örneğin Paul Krugman (1998), krizlerle karşılaşan ülkelerin sermaye kontrolleri kullanımını tartışmıştır (Krugman, 1998; 76). Dani Rodrik (1998), uluslararası mali bütünleşmenin gelişmekte olan ülkelere kriz riskini artırdığını iddia etmiştir (Rodrik, 1998; 62). Özgür ticaretin en büyük savunucularından Jagdish Bhagwati bile, uluslararası mali entegrasyonun risklerinin karlarından ağır basabileceğini belirtmiştir (Bhagwati, 1998; 10).

Sermaye akımlarının belirleyicileri ve ekonomik büyümeye etkileri, uluslararası makroekonomik literatürde sıkça tartışılan konulardandır. Dahası, uluslararası sermaye hareketliliğinin ortaya çıkardığı riskleri azaltmak için ortaya atılan farklı öneriler arasında bir fikir birliği sağlanamamıştır. Bu sorun temelde, farklı araştırmacıların, farklı ülke örnekleri üzerinde, farklı dönemlerde ve sermaye şekillerinin farklı türlerine odaklanmaları nedeniyledir. Örneğin, Calvo, Leiderman ve Reinhart (1996), gelişmekte olan ülkeler arasındaki yabancı yatırımların potansiyel belirleyicileri olarak iç ve dış faktörlerin rolü üstüne odaklanmışlardır. Söz konusu yazarlar, 1990'larda ABD'nin faiz oranlarını düşük seviyelerde tutmasının, bu ülkelere olan sermaye akımlarının devam etmesinde önemli rol oynadığını belirlemişlerdir. Edwards (1991), 1971-1981 döneminde OECD'den gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırımlar akmasının temel belirleyicilerinin, hükümet büyüklüğü ve dışa açıklık olduğunu bulmuştur. Wei (2000), Wei ve Wu (2002), 1994-1996 döneminde 18 gelişmekte olan ülkeden 59

gelişmekte olan ülkeye yönelik çift taraflı DYY verileri üzerinde çalıştı. DYY hacminin rüşvet yüzünden azaldığını ve belirtilen dönemde DYY/borç oranındaki artışlardan akımların bileşiminin etkilendiğini tespit etmişlerdir. Portes ve Rey (2005), 14 sanayileşmiş ülkenin çift taraflı portfolyo hisse senedi akımlarının verilerini kullanıp uluslararası kredi piyasalarındaki problemlerin sermaye akımlarının miktarını ve doğrultusunu etkilediğini bulmuşlardır. Alfaro, Kalemli-Özcan ve Volosovych (2007), 1970-2000 döneminde IMF'in sermaye akımları verilerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, kurumsal kalitedeki yetersizliklerin ve politika uygulamalarının sermaye akımları üzerinde doğrudan etkisi olduğunu öne sürmüşlerdir (Alfaro vd., 2007; 22).

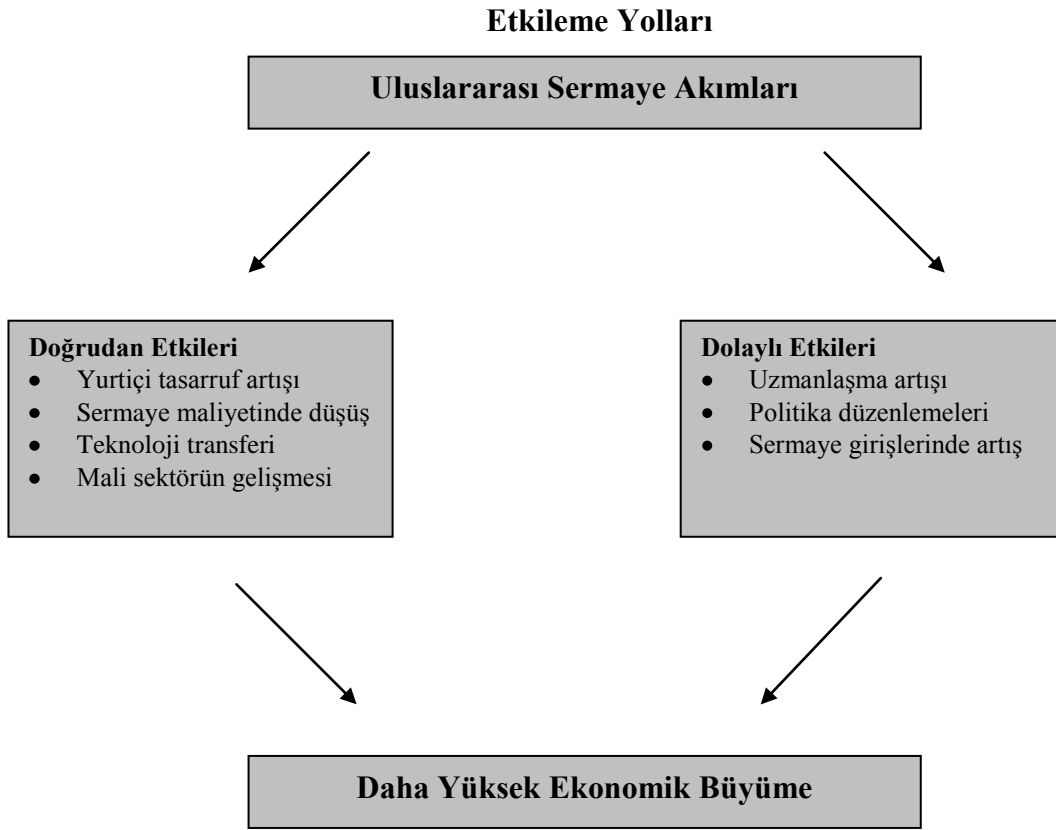
Finansal küreselleşmeye bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere akan sermaye akımları, yurtiçi tasarruflarda artış sağlayarak ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır. Bunun yanında yabancı sermaye, ülkenin risk algılamasında düşüş meydana getirerek faiz oranlarında da azalışlar meydana getirmektedir. Yabancı ve yerli yatırımcıların, yatırımlarında risk çeşitlendirmesine yardım etmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde, yeni teknolojinin ve üretim bilgisinin (know-how) ülkeye transferini gerçekleştirmektedir. Yurtiçi finansal piyasalarda likidite artışını sağlayarak ve piyasa düzenlemelerini destekleyerek, yurtiçi finansal sektör kalkınmasını sağlamaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarının, yukarıda kısaca bahsedilen, büyüme üzerindeki doğrudan etkilerinin yanında, ikinci olarak dolaylı etkileri de bulunmaktadır. Sermaye akımları üretimde uzmanlaşmayı destekleyerek, verimlik ve üretim artışlarına yol açmaktadır. Ülkeye giren sermaye, makroekonomik politikaların uluslararası standartlarda hazırlanmasına imkan sağlamaktadır. Uluslararası sermaye akımlarıyla birlikte, daha etkili bir vergi ve kredi politikası, sektörler gelişmeler, verimlilik artışları ve yurtiçi yatırımların daha etkin kullanımını sağlayarak dolaylı yoldan büyüme üzerinde olumlu etkiler oluşturmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketliliği, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde çok çeşitli yollarla farklı etkiler doğurmaktadır. Bu noktadaki asıl soru, finansal küreselleşmenin ekonomik büyüme oranlarında artışa yol açıp açmadığını ortaya çıkarmaktır. Konuya ilişkin literatürde, sermaye akımlarının büyüme üzerinde hem olumlu hem de olumsuz etkiler yarattığı sonucuna ulaşan çalışmalar bulunmaktadır

(Prasad vd., 2003; 13). Teorik model, sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi hangi yollarla etkilediğini tanımlamıştır. Teoride, sermaye akımları ekonomik büyümeyi doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki yolla etkilemektedir. Sermaye akımlarının büyümeyi etkileme yolları aşağıda şematik olarak verilmektedir.

Grafik 1.1: Uluslararası Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyüme



Kaynak: PRASAD, Eswar S., ROGOFF, Kenneth, WEI, Shang-Jin and KÖSE, M. Ayhan, (2007), “Finacial Globalization Growth and Volatility in Developing Countries”, in Globalization and Poverty, ed.: Ann Harrison, NBER, University of Chicago Press, pp. 476.

Uluslararası sermaye hareketliliğinin ülke ekonomilerinde yarattığı etkileri araştıran teorik çalışmalar, sermaye akımlarındaki dalgalanmaları liberalizasyon sürecine bağlamaktadır. Çoğu çalışmada, sermaye akımlarındaki aşırı dalgalanmaların uluslararası mali piyasaları hangi yollarla etkilediği konusu tartışılmaktadır. Bu çalışmalar sonucu oluşan literatürde, aşırı dalgalanmaların olduğu dönemlerde mali

krizlerin, bütçe açıkları, enflasyon, bankacılık sektöründeki kırılmalıklar, dışa açıklık ve kurumsal kalitedeki zayıflıklar nedeniyle ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır (Alfaro vd., 2007; Aizenman, 2004; Frankel ve Rose, 2006; Corsetti vd., 2001; McKinnon ve Pill, 1996).

1990'lardan itibaren uluslararası sermaye hareketliliğinin seviyesinde de artış olduğu gözlenmektedir. Ülkelerin sermaye hareketliliğinin tahmin edilmesinde güçlükler bulunmaktadır. Gerçekten de, sermaye hesabının kesin açıklığı veya tamamen kapalılığı iki aykırı istisnadır. Sermaye piyasalarının entegrasyonlarının ölçülmesini sağlayacak etkili tahminler oluşturmak kolay değildir. Ayrıca, sermaye hesabında görülen ve mevcut durumda gerçekleşen sermaye hareketliliği arasında da farklar bulunmaktadır. Mevcut ekonomi yazımında bu konuda çeşitli indeksler vardır. Panel ülkeleri için sermaye kontrollerini ölçmekte en fazla kullanılan indeks IMF'nin AREAR (Exchange Arrangements and Exchange Restractions) indeksidir (Alessina vd., 1994; Rodrik, 1998; Klein ve Olivei, 1999; Chinn ve Ito, 2002; Edwards, 2007 vb.). Bu indeks, sermaye kontrolleri uygulanıyorsa 1; uygulanmıyorsa 0, değerini almaktadır.

Sermaye hareketliliğine ilişkin olarak asıl amaçlanan, hareketliliğin boyutlarını ve yurtiçi sermaye piyasalarının dünya sermaye piyasalarıyla entegrasyonunu ölçebilmektir (Eichengreen, 2001). Sermaye hareketliliğini ölçmek için ilk çalışmalardan biri olan Harberger (1978) çalışmasında, özel faiz oranlarının birbirine yaklaşımı şeklinde ölçülmektedir. Sermaye hareketliliğinin ölçümü için diğer bir etkin yol, Feldstein ve Horioka (1980) çalışmasında, çok sayıda ülkenin yatırım ve tasarruflarındaki değişimlerin ilişkilerini araştırmaktır. Yazarlar, uluslararası sermaye hareketliliği tam olarak entegreysen, yatırım ve tasarruflardaki değişimlerin ilişkisiz olacağını iddia etmişlerdir. Bu eşitliği, 16 OECD ülkesine uyguladıklarında, tasarruf ve yatırım oranlarının yüksek derecede ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Edwards ve Khan (1985) çalışmasında ise, yurtiçi ve uluslararası faiz oranlarının birbirine yaklaşma derecesini sermaye hesabının açıklık derecesi olarak kullanmışlardır. Ayrıca makalede, sermaye hareketliliğinin sermaye akımları üzerindeki yasal kısıtlamalardan daha büyük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Uluslararası sermaye hareketliliğine ilişkin literatürde çokça tartışılan diğer bir konu da "Lucas Paradoksu"dur. Sermaye hareketliliğinin arttığı dönemlerde sermaye

akımlarının zengin ülkelerden fakir ülkelere akacağını tahminleyen standart neo-klasik modelin aksine bu akımların çok düşük seviyelerde kalması “Lucas Paradoksu” olarak adlandırılmaktadır. Lucas (1990) çalışmasında, uluslararası sermaye hareketliliğine zengin ve fakir ülkeler perspektifinden incelemektedir. Standart neo-klasik varsayımlar altında serbest sermaye hareketliliği olduğunda, yeni yatırımların sadece fakir ülkelerde gerçekleşmesi gerekmektedir ve sermayeden elde edilen kazançlar her yerde eşit olana kadar devam etmelidir. Fakat Lucas (1990), bu teorinin gerçek hayatta işlerlik kazanmadığını öne sürmektedir. Lucas’ın çalışması geniş bir literatür oluşturmuştur. Lucas’ın da dahil olduğu pek çok araştırmacı, insan sermayesi gibi uluslararası dolaşımı olmayan faktörleri ekledikleri, değişken üretim yapılarından ve tam rekabet piyasası varsayımlarından türettikleri temel neo-klasik teorideki değişikliklerle paradoksun ortadan kalktığını göstermişlerdir. Lucas Paradoksu için yapılan temel teorik açıklamalar, iki kategori içinde gruplara ayrılabilir. İlk grup, ekonominin üretim yapısını etkileyen değişkenlerdeki değişimleri içermektedir. İkinci grup araştırmacılar ise, temelde kamu riski ve asimetrik enformasyon gibi uluslararası sermaye piyasasındaki eksiklikleri vurgulamaktadır. Sermayenin potansiyel olarak verimli olmasına ve gelişmekte olan ülkelere yüksek karların oluşmasına rağmen, piyasalardaki bozukluklar nedeniyle o ülkelere akmadığını iddia etmektedir (Gertler ve Rogoff, 1990; Reinhart ve Rogoff, 2004; Alfaro vd. 2007; Clemens ve Williamson, 2004).

Uluslararası sermaye hareketliliğine yönelik son dönemde yapılan tartışmalarda, dış kaynaklı krizlerin temelinde iki ana etkenin olduğu öne sürülmüştür. Bunlardan ilki, sermaye girişlerindeki ani duruşlardır. İkincisi ise, cari işlemler dengesindeki tersine dönüşlerdir. Ani duruş hipotezi, Rudi Dornbusch tarafından ortaya atılmıştır. Söz konusu ülkeye, ani duruş öncesindeki iki yıl boyunca bölgeye olan girişlerin üç çeyrekliğinde olan girişlerden GSYİH’ya oranı olarak daha büyük sermaye girişleri olması gerekmektedir ve net sermaye girişleri 1 yıl içerisinde GSYİH’nın %5 oranında düşmesi ani duruş (sudden stop) hipotezi olarak adlandırılmaktadır (1 yılda GSYİH’nın %3 ve %7’si oranındaki sermaye girişlerindeki azalmalarda alternatif tanımlamalardır). Cari işlemlerdeki geri dönüşler (current account reversal) ise 1 yıl içerisinde GSYİH’nın en azından % 4’ü oranında cari işlemler açıklarının azalması olarak tanımlanmaktadır (Dornbusch, 2002; 443).

Tablo 1.2: Cari İşlemlerdeki Ani Duruşlar ve Geri Dönüşler (1970-2005)

| | Ani Duruşlar(%) | Geri Dönüşler(%) |
|------------------------------------|------------------------|-------------------------|
| Gelişmiş ülkeler | 3.7 | 2.4 |
| Latin Amerika ve Karayipler | 7.8 | 16.0 |
| Asya | 5.1 | 12.1 |
| Afrika | 6.6 | 16.6 |
| Orta Doğu | 11.3 | 16.0 |
| Doğu Avrupa | 6.4 | 15.0 |

Kaynak: Edwards, 2007, s. 87.

Yukarıdaki tabloda, 1970-2005 dönemi için 163 ülkenin sermaye girişlerindeki ani duruşlar ve cari işlemlerdeki geri dönüşlerin olduğu yıllara göre oranı yüzde olarak gösterilmektedir. Tablo 1.2’de görüldüğü üzere, ani duruşları ve geri dönüşlerin görülme sıklığı en az gelişmiş ülkelerdedir. Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin bulunduğu bölgelerde ise, hem ani duruşlar hem de geri dönüşlerle daha sık karşılaşmıştır. Bu bölgelerdeki ülkelerin uluslararası sermaye hareketliliğindeki dalgalanmalardan daha fazla etkilendiği dolayısıyla dış kaynaklı krizlerden etkilenme oranının, gelişmiş ülkelere göre daha fazla olduğu sonucu çıkartılabilir. Bu nedenle, dış kaynaklı krizlerden daha az maliyetle çıkmak isteyen ülkeler, sermaye hareketliliğinin farklı türlerini kontrol edebilecek uygulamaları yürürlüğe koymakta isteklidir.

Sermaye hareketliliğini sınırlandırmak için kontroller uygulayarak, dış kaynaklı krizlerin azaltılması ve bir kriz meydana geldiğinde, sermaye kontrolleri uygulayan ülkenin daha açık sermaye hesabına sahip ülkelerden daha düşük maliyetlerle krizden kurtulması amaçlanmaktadır.

II. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ

Son yıllarda gerçekleşen teknolojik gelişmeler sonucunda uluslararası sermaye akımlarının boyutlarında ve yapısında önemli değişiklikler görülmektedir. Bu süreçte, uluslararası finans piyasalarının artan oranda bütünleşmesi ve serbestleşmesi, uluslararası sermaye akımlarını dikkat çekici ölçüde arttırmıştır. II. Dünya Savaşı’ndan

sonra dünya ekonomisi, küreselleşme süreciyle tek bir bütün haline gelmekte ve toplumsal, politik ve kültürel alanları da içine alarak ulusal sınırları aşmaktadır. Sermaye hareketleri, üretim ve teknoloji, uluslararası şirketler aracılığıyla, küresel boyutlara ulaşmaktadır. Dünya ekonomisinde, genel olarak bu şirketlerin daha çok söz sahibi olmasına yönelik bir değişim yaşanmaktadır.

Dünyada ekonomik kalkınmışlık ve teknoloji düzeyinin ulaştığı günümüzdeki düzeyde, hiçbir ülkenin dış kaynak olmadan (teknoloji, mal ve hizmetler, yatırım vb.) sadece kendi kaynakları ile istenilen refah düzeyine ulaşması imkansızdır. Bu olgu, özellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin karşılaştıkları bir durumdur. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkeler için ekonomik kalkınmanın önündeki en büyük engellerden biri kaynak yetersizliğidir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler; büyüme, yatırım ve refah artışı olmadan ekonomik kalkınmayı gerçekleştiremez. Bu ve benzeri etkileri nedeniyle yatırımlar, ekonominin kalkınma sürecinde büyük bir öneme sahiptir. Az gelişmiş ülkeler, ekonomik kalkınma çabalarında önemli bir sermaye kısıtı ile karşı karşıya iken, gelişmiş ülkeler sermaye faktörü görece fazla olarak bulunmaktadır. Ülkeler arasında sermaye donanımları açısından ortaya çıkan bu dengesizlik, dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu doğurmaktadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar, sermaye birikiminin tek kaynağıdır. Ancak dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilecektir. Az gelişmiş ülkeler finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslararası sermaye hareketlerinden faydalanmaya çalışmaktadır.

A. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİLERİ

Uluslararası sermaye akımları, firmaların daha ucuz işgücü istihdam etmek, yeni piyasalara girmek, yatırım yaptıkları ülkedeki yetişmiş işgücünden yararlanmak ve benzeri maliyetlerini azaltıcı-karlarını arttırıcı nedenlerden dolayı firmanın ana merkezinin bulunduğu ülkelerden başka ülkelere üretimlerini kaydırmaları sonucunda artış göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin iç tasarruf ve döviz yetersizliği nedeniyle; ülkelerine yabancı sermaye çekmek için çok uluslu firmalara sağladığı

avantajlar bu süreci hızlandırmaktadır. Bunların yanında, Hindistan ve Çin⁴ gibi hem eğitimli hem de ucuz işgücüne sahip ülkelere çok farklı sektörlerde yatırımlar gerçekleşmektedir. Örneğin, çoğu Amerika merkezli şirketin müşterileri soru sormak veya şikayet bildirmek için firmalarını aradıklarında şirketin Hindistan'daki merkezlerince (call center) cevap verilmektedir. Yine Amerikalıların dünya çapında ünlü çizgi filmi Simpsonlar'da Hindistanlı çizimler tarafından yaratılmaktadır. Çoğu uluslararası firma da üretim üstlerini Çin'e taşımaktadır. Çok uluslu şirketlerin yönetimleri, şirketin mülkiyetine sahip olanlardan; CEO (Chief Executive Officer) denilen profesyonel yöneticiler, alanında uzmanlaşmış ekonomistlere, pazarlamacılar gibi üst düzey yöneticilere⁵ geçmiştir. Bunun sonucunda firmaların, tek kişinin yönetemeyeceği ekonomik büyüklüklere ulaşmasıyla daha kolay yönetilebilecek veya belirli alanda uzmanlaşmış parçalara daha kolay ayrılabilmiş ve bunların başına da teknostrüktür kadro getirilmiştir. Böylelikle başka ülkelerde üretim üstleri veya bağlı şirket kurmak kolaylaşmıştır. Yukarıdaki paragrafta kısaca değinilen ve değinilmeyen pek çok nedenin sonucunda; değişen dünya düzenine ayak uydurmaya çalışan firmaların tetiklemeyle uluslararası sermaye akımlarının doğrudan yabancı sermaye akımları olarak adlandırılan biçimi dikkat çekici bir gelişme göstermiştir.

Portföy yatırımları da, bilişim ve iletişim teknolojilerindeki akıl almaz gelişim, yeni finansal araçların bulunması, türev piyasaların açılması gibi nedenlerle son yıllarda büyük bir gelişme göstermiştir. Bu artışın nedenlerden birisi de, uluslararası likiditenin büyüme trendidir. Uluslararası piyasalarda likit olarak önemli büyüklüklere ulaşan bu para yüksek getiri sağlamak için çok hızlı bir şekilde piyasalar arasında alım-satım yapabilmektedir. Bu alım-satım işlemlerini kolaylaştıran ve arttıran hedge fonlar, carry trade gibi pek çok yeni finansal araç geliştirilmiştir. Örneğin Türkiye'de yerleşik olan bir yatırımcı, yabancı bir bankanın Türkiye'deki şubesi aracılığıyla döviz hesabı açtırabilmektedir. Bu yatırımcının hesabındaki para, gelişmekte olan ve yüksek reel faiz vaat eden bir ülke piyasasına (örneğin Türkiye) yatırılabilir. Sözü edilen bu yatırımcı (büyük yabancı yatırımcı), yabancı bir bankayla çalışması sonucunda; yabancı yatırımcılara sağlanan avantajlardan yararlanarak yatırımlarına yüksek kazanç sağlayabilmektedir.

⁴ Çin'e son 10 yılda ortalama 100 milyar dolardan fazla doğrudan yabancı sermaye yatırımı gelmiştir.

⁵ John Kenneth Galbright tarafından bu profesyonel yöneticiler teknostrüktür olarak adlandırılmaktadır.

B. AZ GELİŞMİŞLİK OLGUSU

Az gelişmiş ekonomiler, uygulanan ekonomik sistemlerden bağımsız olarak, günümüzde belli bir yaşam standardına erişmiş ekonomilerin tarihi gelişmesine ayak uyduramamış ve onlarla karşılaştırıldığında daha fakir kalmış ekonomilerdir. Az gelişmiş ülkelerde, düşük gelir, düşük tasarruf oranı ve sermaye yetersizliği nedeniyle sermaye ve diğer kaynakların yurtiçi üretimi yetersiz kalmaktadır. Az gelişmiş olgusunu kırmaya çalışan gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler, değişen dünya koşullarının da etkisiyle yabancı sermaye yatırımlarını ülkelere çekmek istemektedir.

Genel olarak, az gelişmiş olarak tanımlanan ekonomilerin en önemli özelliği, mevcut kaynakların verimli bir şekilde kullanılmamasıdır. Bu durum, çok karmaşık ve pek çok nedene bağlıdır. Ayrıca, burada değerlendirilemeyecek kadar geniş bir içeriğe sahiptir. Ancak, özet olarak, denge teorilerinin bazı önemli varsayımlarının geçerli olduğu bir ekonomide bulmak mümkündür. Fiyat mekanizması, yüksek bir talep seviyesinde bile tam istihdamı ve doğal kaynakların tam kullanılmasını sağlayacak biçimde işletilememektedir. Bu durum, piyasanın yetersizliği, teknik imkanlardan yoksunluk, tamamlayıcı devlet yatırımlarında yetersizlik, emlak sahiplerinin riski göze alamaması, sanayi yatırımlarının ve girişimciliğin azlığı, düşük tasarruf seviyesi gibi çeşitli faktörlere bağlanabilir (Chenery ve Clark, 1965; 289).

Az gelişmiş ülkelerde kıt olan döviz ve sermayenin dağılımı kalkınma programlarının özünü teşkil etmektedir. İşgücünün eksik istihdamı ve kıt döviz stoku, fiyat sistemini bozmakta ve genellikle yatırımların sağladığı sosyal ve özel menfaatlar arasında uyumsuzluğa sebep olmaktadır. Bu müdahaleler, genellikle yatırımlar üzerinde toplanmakta ve üretim yapısını değiştirmek için yatırımların dağılımını değiştirme gereğini ortaya çıkarmaktadır.

Günümüzde gelişmekte olan ülkeler, dünya üzerindeki ülkelerin büyük çoğunluğunu oluşturmaktadır. Fakat gelişmiş ülkeler ise, az sayıdaki bir ülke grubunu kapsamaktadır. Global tasarrufların yaklaşık %80'i yüksek gelirli ülkeler tarafından, üçte ikisi ise yedi sanayileşmiş (G-7) ülke tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu durum, iktisadi kalkınmanın finansmanı açısından gelişmekte olan ülkelerin önündeki en önemli açmazlardan bir tanesidir (Bal, 2001; 12).

Tablo 1.3: Ülke Gruplarına Göre Gıda Harcamalarının Toplam Harcamalar İçindeki % Payı ve GSYİH'ya Oranı Olarak Bireysel Tasarruf Oranları

| Ülke Grupları | Gıda Harcamalarının Toplam Harcamalar İçindeki % Payı | GSYİH'nın Oranı Olarak Bireysel Tasarruf Oranları |
|-----------------------------|---|---|
| Düşük Gelirli Ülkeler | 55.6 | 11.2 |
| Düşük-Orta Gelirli Ülkeler | 32.1 | 16.7 |
| Yüksek-Orta Gelirli Ülkeler | 30.5 | 19.5 |
| Yüksek Gelirli Ülkeler | 13.0 | 20.0 |

Kaynak: Harun BAL, “Uluslararası Finansman”, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul – 2001, s. 8.

Gelişmekte olan ülkeler, gelir seviyelerinin yetersizliği nedeniyle toplam harcamalarını gıda, sağlık, korunma benzeri birincil ihtiyaçlar üzerinde yoğunlaştırırken düşük oranlarda tasarruf yapabilme imkanına sahip olmaktadır (Bal, 2001; 7). Bu olgu ise, söz konusu ülkelerde genel refah artışı, istihdam olanağı, servet ve gelir dağılımının iyileştirilmesi, konut-haberleşme, alt-yapı ve insan gücü kaynaklarının geliştirilmesi için gerekli tesisler gibi, kalkınma amaçları üzerinde doğrudan ve dolaylı engeller oluşturmaktadır. Bu gibi nedenlerle gelişmekte olan ülkeler, dış kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Neo-klasik teori, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağını iddia etmektedir.

C. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ

Gelişmekte olan ülkelerde 1980'lere kadar yaygın olarak Keynesyen iktisat politikalarını temel alan, düşük faiz uygulayarak yüksek yatırım düzeylerine ulaşma ve finansal piyasalara müdahale ederek baskı altına alma politikaları uygulanmıştır. Bu politikaları eleştiren Neo-liberaller, finansal piyasalar üzerindeki baskının yurtiçindeki finans sektörünü dışladığını, finansal kurumların asıl fonksiyonlarını yerine getiremediklerini, negatif reel faiz politikası nedeniyle de kredi tahsisinde rasyonel kriterlerin göz önüne alınmadığını vurgulamakta, ekonomik büyümede öncü sektörün

finans piyasalarının olması gerektiğini öne sürmekteydi. Neo-klasik yaklaşım ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde böyle bir oluşum için gerçekleştirilen finansal serbestleşmenin sorun çıkarmaması için, öncelikle para piyasası ve kamunun dengesinin sağlanmış olması gerektiğini vurgulamaktaydı.

Neo-klasik finansal serbestleşme teorisi çerçevesinde birleşen Washington Konsensüsü yaklaşımı, yukarıdaki koşullar gerçekleştirilmek şartıyla, faiz oranlarının serbestleştirilmesinin, finansal araçların arttırılarak finansal sisteminde derinleşme ve etkinlik yaratacağını savunmaktadır. Washington Konsensüsü, 1989 yılında ekonomilerinde reforma giden ülkeler için on maddelik politika önerisinde bulunmuştur. Bu kurallar mali disiplin, vergi reformu, kamu harcamalarının yeniden yapılandırılması, finansal serbestleşme, tek ve rekabetçi döviz kuru uygulama, ticaretin serbestleşmesi, direkt yabancı sermaye yatırımlarına getirilen engellerin kaldırılması, özelleştirme, piyasaya girişin ve rekabetin yeniden düzenlenmesi ve mülkiyet haklarının güvence altına alınmasını içermektedir. Bu on maddelik politika önerileri, uluslararası kredi kuruluşlarının politikalarını da etkilemiş ve özellikle, 1980 sonrasında IMF istikrar paketlerinin finansal serbestleşme içeren yapısının, 1990'lı yıllarda da devam etmesini sağlamıştır (Eroğlu, 2002; 24).

Bu gelişmeler sonrasında özellikle 1990'lı yıllarla birlikte, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında büyük artışlar kaydedilmiştir. Bu ülkelerde 1980 sonrasında ekonomik altyapı ve mevzuatla ilgili liberalleşme çalışmaları, yatırımcıyı koruyucu önlemlerin alınması, iletişim teknolojisindeki yenilikler gibi gelişmeler, bu süreci hızlandırmıştı. Bu ülkelerde, dış borçların olağanüstü boyutlara ulaştığı bu dönemde reel faizin yüksek, yerli paranın aşırı değerlenmiş olduğu bir yapıyla direkt yatırımlara dayalı büyüme beklentisi hakimdi. Fakat beklenen gerçekleşmedi ve gelişen piyasalar birbirini tetikleyen mali krizlerle karşı karşıya kaldılar. Kendi piyasalarını denetleyebilen ve otoriter siyasal rejimlerin etkisiyle direkt yatırımları çekebilen birkaç Uzakdoğu ülkesi dışında, gelişmekte olan ülkeler bu süreçten istenilen yararı sağlayamadı; zaten Uzakdoğu ülkeleri de 1997 Asya kriziyle karşılaştılar (Adda, 2002; 93).

1990'larda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında belirgin değişiklikler olmuştur. Siyasi hassasiyetler nedeniyle dış yardım akımları

durgunlaşırken özel sermaye akımlarının bileşimi de değişmiştir. Yabancı ticari bankaların verdiği krediler, gelişmekte olan ülkelere akan başlıca özel sermaye akımıydı; ama 1990'larda ticari bankalar bu kredileri, 1980'lerdeki borç krizi ve liberal finansal ortamda ortaya çıkan spekülâtif fırsatlar nedeniyle kredi vermekten kaçındı. 1990'larda hem dış yardımların hem de dış kredilerin durması sonucunda, gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı akımlarının önemi arttı. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelere giren doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları dikkate değer biçimde artmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere (tahviller dahil, IMF kredileri hariç), uzun vadeli banka kredilerinin net akımı 1970'de 7 milyar dolardan, 1980'de 65,3 milyar dolara, 1990'da 43,1 milyar dolara yükselmiş ve 2000'de 5,1 milyar dolar, 2002'de -9 milyar dolara düşmüştür. Gelişmekte olan ülkelere net doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı akımları 1990'lara kadar çok düşük seviyelerde kalmış, bu dönemden sonra da dikkat çekici biçimde artmıştır. Gelişmekte olan ülkelere net doğrudan yabancı yatırım girişleri 1970'te 2,2 milyar dolar, 1980'de 4,4 milyar dolar, 1990'da 24,1 milyar dolar, 2000'de 160,6 milyar dolar ve 2002'de 143 milyar dolardı. Net portföy yatırımları 1970 ve 1980'de sıfır olarak gerçekleşmiş iken, 1990'da 3,7 milyar dolar, 2000'de 26 milyar dolar ve 2002'de 9,4 milyar dolardı. Yukarıdaki verilerden de anlaşılacağı üzere gelişmekte olan ülkelerdeki portföy yatırımlarında doğrudan yatırımlara göre çok daha büyük dalgalar gözlenmiştir (UNCTAD, 2007).

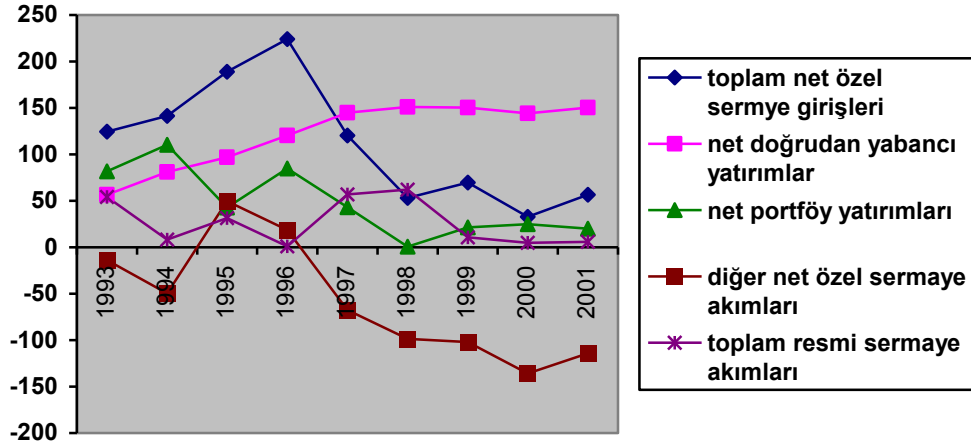
Yukarıdaki verilerle birlikte, uluslararası özel sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere giden kısmı da önem arz etmektedir. Uluslararası özel sermaye akımlarının çok küçük bir kısmı gelişmekte olan ülkelere gitmektedir. Gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımlarının payı, 1990 sonrasında da çok düşük kalmıştır. 1991'de toplam portföy yatırımlarının ancak %9,7'si, 1994'te %9'u, 1998'de %6,2'si ve 2000'de yüzde 5,5'i gelişmekte olan ülkelere girmiştir. Bu verileri de doğrular şekilde, uluslararası özel sermaye hareketleri genel olarak orta gelir grubundaki birkaç büyük ülkede yoğunlaşmaktadır. Net portföy akımlarının %84'ü gelişmekte olan en büyük sekiz ülkeye gitmiştir. Doğrudan yabancı yatırımları en fazla çeken ülke olan Çin, aynı zamanda 1989'dan bu güne gelişmekte olan ülkelere giren portföy yatırımları toplamının %22'sini almıştır. Buna karşılık gelişmekte olan ülkelere giren portföy

yatırımlarının çok küçük bir kısmı düşük gelir grubundaki ülkelere⁶ gitmiştir. Güney Asya ülkeleri (Hindistan hariç) ve Sahra güneyi Afrika ülkeleri (Güney Afrika hariç) hiç net portföy yatırımları alamamıştır. Doğrudan yabancı yatırımlarda gözlemlenen gelişmeler biraz daha farklıdır. Gelişmekte olan ülkeler 1991’de dünyadaki toplam doğrudan yabancı yatırımların %22,3’ünü, 1994’te %35,2’sini, 1998’de %25,9’unu ve 2000’de %15,9’unu almıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar da genel olarak orta gelir grubundaki on ülkede toplanmıştır. 1992-2001 yıllarında en fazla doğrudan yabancı yatırım çeken on ülke sırasıyla; Çin, Brezilya, Meksika, Arjantin, Polonya, Şili, Malezya, Tayland, Çek Cumhuriyeti ve Venezuela’dır. Düşük gelir grubundaki gelişmekte olan ülkelere giren net doğrudan yabancı yatırımlar, 1970’te 0,3 milyar dolar, 1980’de 0,2 milyar dolar, 1990’da 0,2 milyar dolar, 2000’de 9,7 milyar dolar ve 2002’de 7 milyar dolardır. Bu gelir grubuna dahil ülkelere yapılan portföy yatırımları da şu şekildedir. 1970 ve 1980’de hiç portföy yatırımı gerçekleşmemişken, 1990’da 0,4 milyar dolar, 2000’de 9,7 milyar dolar ve 2001’de 2,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Chang ve Grabel, 2005; 145).

2001’e kadar gelişmekte olan ülkelere akan doğrudan yabancı sermaye yatırımları istikrarlı bir artış trendindedir. Aynı süreçte, banka kredilerinin de içinde bulunduğu diğer net özel sermaye akımlarında bir gerileme, portföy yatırımlarında ise önemli bir dalgalanma söz konusudur. 1990-1994 yılları arasında artan portföy yatırımları, Meksika krizinin etkisiyle 1995 yılında önemli bir düşüş göstermiş, 1996’da artmış, fakat 1997-1998 arasında yaşanan ve Tayland’da başlayarak Güneydoğu Asya ve tüm dünyaya yayılan krizle yine önemli bir düşüş göstermiştir.

⁶ Dünya Bankası’nın tanımlamasına göre, düşük gelir grubundaki ülkeler kişi başına ulusal geliri 745 dolar veya daha düşük olan ülkelerdir.

Şekil 1.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları (Milyar Dolar)



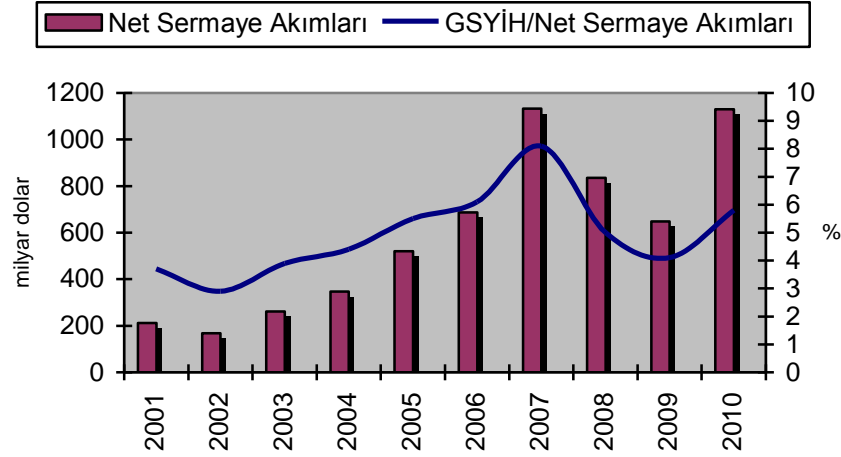
Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Washington – 2001, s. 29.

Konjonktürel ve yapısal faktörlerin birleşimiyle desteklenen ve birbirini izleyen beş yılın hızlı büyüme rakamları sonucunda özel sermaye akımları, 2001-2002 yılındaki şiddetli GSMH yavaşlamasından kurtulabilmiştir. Küresel faktörlerin (düşük faizler, likidite fazlalığı vb.) yanında gelişmekte olan ülkelerdeki borçlanma ve hisse senedi yatırımlarındaki hızlı artış birbirlerini destekleyerek ekonomik büyüme devam etmektedir. Son birkaç sene içinde ortaya çıkan mali krizler yatırımcıların risk algılayışlarını değiştirmemiş ve yatırımlardaki artış kesintiye uğramamıştır. Krizler sonrası tahvil ve hisse senetlerinin alım satımları arasındaki fiyat farkı genişledi fakat kısa zamanda toparlanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları artmayı sürdürmüş ve gelişmekte olan ülke piyasalarına olan ilgi devam etmiştir. Yükselen piyasa ekonomilerindeki aktiflere yönelik talep artışları, yönetim riskleri için uygun alternatifleri ortaya koyan yeni türev ürünleri (inovasyon), hisse senedi yatırımlarındaki artış (özellikle hedge fonlar ve özel hisse senedi yatırımı yapan şirketler sayesinde) ve yeni borçlanma kaynakları nedeniyle artışını sürdürmüştür.

2002 yılında sermaye akımlarında bir artış gözlenmeye başlamıştır. Bu artış eğilimi günümüzde de devam etmektedir. 2002'den günümüze kadar, gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) sermaye akımları ekonomik büyümeyle benzer bir hızda artış göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelere giren özel ve resmi sermaye akımlarının toplamı, 2007'de bu ülkelerin GSYİH'larının %8.1'ine seviyesine ulaşarak zirve yapmıştır. Bu oran Asya Krizi öncesinde 1995'te ulaşılan seviyeye eşittir. Küresel Mali Kriz'in

etkisiyle 2008 ve 2009 yıllarında ülkelere giren net sermaye akımlarının artış hızı yavaşlamıştır. 2010 yılında ise, net sermaye akımları GSYİH'nın %5.8'ine düzeyindedir (GDF, 2012; 7).

Şekil 1.3: Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Akımları 2001-2010



Kaynak: Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries, The World Bank, Washington DC, 2012.

Son yıllarda sermaye akımlarının dağılımında da önemli değişiklikler gözlenmektedir. Sermaye akımlarının dağılımı, resmi kredi verenlerden (IMF, Dünya Bankası, Paris Klubü vb.) özel kredi verenlere doğru değişmeye devam etmektedir. Bunun nedeni, özel kredi kaynaklarındaki artış ve resmi kredi verenlerin net sermaye çıkışları olarak gösterilebilir. Gelişmekte olan ülkelere özel borçlanma ve hisse senedi girişleri, 2002-2007 yılları arasında %50'lik bir artışın ardından, 2007'de 1.132 trilyon dolarlık bir rekor büyüklüğe ulaşmıştır. Özel borçlanma ve hisse senedi girişleri, 2007'deki zirvenin ardından 2008 ve 2009 yıllarında azalmıştır. Küresel Mali Kriz'in ardından düzelmenin yaşandığı 2010 yılında ise, 1.129 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Bununla bağlantılı olarak, net resmi borçlanma, resmi borç verenlere 2009'daki 166.2 milyar dolarlık ana para ödemeleriyle keskin bir biçimde azalmıştır fakat 2010'da 495.2 milyarlık ana para ödemesiyle tekrar artışa geçmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervlerinde görülen 2007 yılındaki 1.085 trilyon dolarlık zirvenin ardından, 2008 yılında rezervlerde bir azalış görülse de; 2009 ve 2010 yıllarında rezerv artışı görülmüştür.

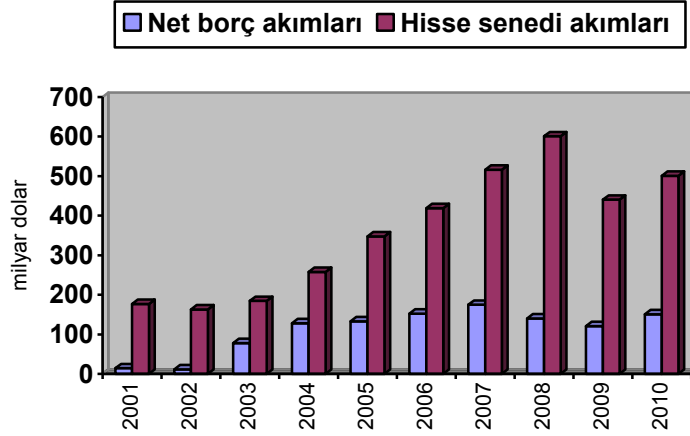
Tablo 1.4: Gelişmekte Olan Ükelere Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| Net özel ve resmi akımlar | 212.6 | 168.4 | 261.7 | 347.3 | 519.7 | 686.5 | 1132.2 | 835.2 | 647.9 | 1129.7 |
| GSYİH'ya Oranı | 3.7 | 2.9 | 3.9 | 4.4 | 5.5 | 6.1 | 8.1 | 5.0 | 4.1 | 5.8 |
| Net sermaye akımları | 165.5 | 163.3 | 179.2 | 245.5 | 382.0 | 495.2 | 667.1 | 570.7 | 508.7 | 634.5 |
| Net DYY girişleri | 158.9 | 155.0 | 152.8 | 208.5 | 314.5 | 387.5 | 534.1 | 624.1 | 400.0 | 506.1 |
| Net hisse senedi girişleri | 6.7 | 8.3 | 26.3 | 36.9 | 67.5 | 107.7 | 133.0 | -53.4 | 108.8 | 128.4 |
| Net borç akımları | 47.1 | 5.1 | 82.5 | 101.9 | 137.7 | 191.2 | 466.1 | 264.4 | 166.2 | 495.2 |
| Resmi kreditorler | 30.9 | 6.9 | -12.0 | -24.3 | -64.3 | -69.0 | 1.5 | 29.5 | 80.5 | 71.2 |
| Dünya Bankası | 7.4 | -0.5 | -2.6 | 2.4 | 2.6 | -0.3 | 5.2 | 7.2 | 18.3 | 22.4 |
| IMF | 19.5 | 14.2 | 2.4 | -14.7 | -40.2 | -26.7 | -5.1 | 10.8 | 26.8 | 13.8 |
| Diğerleri | 4.1 | -6.7 | -11.7 | -11.9 | -26.8 | 42.0 | 1.5 | 11.5 | 35.4 | 35.0 |
| Özel kreditorler | 16.1 | -1.8 | 94.5 | 126.1 | 202.0 | 260.2 | 464.6 | 234.9 | 85.7 | 424.0 |
| Net orta ve uzun vadeli borç akımları | -3.5 | -3.8 | 36.3 | 73.2 | 120.4 | 164.9 | 296.3 | 239.3 | 70.9 | 155.5 |
| Net kısa vadeli borç akımları | 19.6 | 2.0 | 58.2 | 52.9 | 81.6 | 95.3 | 168.3 | -4.4 | 14.7 | 268.5 |
| Rezervlerdeki değişim (- = artış) | -80.8 | -165 | -288 | -395 | -405 | -636 | -1085 | 425 | -681 | -752 |
| İşçi dövizleri | 90.1 | 108.2 | 134.6 | 155.6 | 187.0 | 221.6 | 276.4 | 322.9 | 306.3 | 119.6 |

Kaynak: Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries, The World Bank, Washington DC, 2012, s. 3.

2002 sonrası dönemde, hisse senetleri sermaye akımlarının büyük kısmını oluşturmaktadır. 2004-2010 yılları arasında, gelişmekte olan ülkelere giren sermaye akımlarının %70'ini hisse senetleri oluşturmaktadır. Bu dönemde net özel ve resmi borçlanma akımları 75 milyar dolar artarken, aynı dönemde yabancı doğrudan ve portfolyo hisse senedi akımları 235 milyar dolar artmıştır.

Şekil 1.4: Gelişmekte Olan Ükelere Net Borç ve Hisse Senedi Akımları



Kaynak: Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries, The World Bank, Washington DC, 2012.

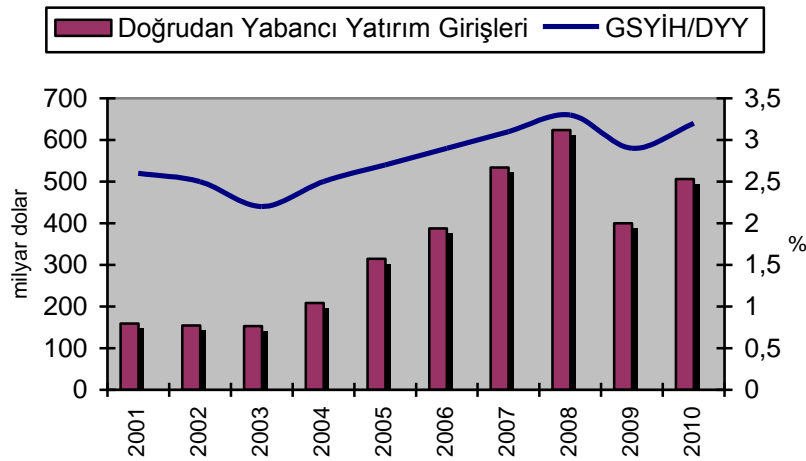
Elverişli ekonomik ve mali faktörler tarafından desteklenen sermaye akımlarının genişlemeye devam etmesinin ana nedenlerinde biri de, gelişmiş ülkelerden gelen yüksek talep sonucu gelişmekte olan ülkelerin ihracatının artmaya devam etmesidir. Petrol fiyatlarındaki bir artış ve tarım ürünleri fiyatlarındaki sabit oranlı artış sürerken, metal ve maden fiyatları 2007’de rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Bunun yanında, artan enflasyonist baskılar ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışa rağmen, göreceli olarak düşük kalan faiz oranları ve yükselen piyasa ekonomileri değerlemelerindeki artan karların yatırımcıları cezbetmesi ve borçlanma maliyetlerinin düşük kalması sonucunda gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri artarak devam etmektedir. Bu olumlu gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler bilançosunda fazlalık vermesini sağlamıştır.

Bu konjonktür sonucunda, gelişmekte olan ülkeler tarafından toplanan yabancı rezervler yüksek hızda artmaya devam ediyor. Yabancı döviz rezervlerinde 2001’de 80 milyar dolarlık bir artış görülürken, 2007’de 1.085 trilyon dolarlık bir artış görülmüştür. Bu rezerv artışının %70’i, BRIC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkeler tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu gelişmeler ışığında, gelişmekte olan ülkeler yabancı döviz rezervlerini artırarak dış borç yüklerini azaltma yoluna giderken, Türkiye’de dış borçların GSYİH’ya oranı 2005’te %48’den , 2006’da %57’ye çıkmış, 2010 yılında ise yeniden %48 seviyesine inmiştir.

Net sermaye akımları, 2007 yılında 667 milyar doların üzerine çıkarak rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Uluslararası hisse senedi akımlarının rekor hacmi, kurumsal yatırımcıların payındaki büyüyen taleple (özellikle hedge fonlar yardımıyla) desteklenmiştir. Çoğu gelişmekte olan piyasa ekonomilerindeki temel ekonomik gelişmeler düşük mevcut riskin algılanışı, yüksek kazanç ve portfolyo çeşitliliğini sağlayacak fırsatlar sayesinde bu dikkat çekici büyüme gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülke hisse senetleri, ciddi dalgalanmalara (Mayıs-Haziran 2006, Şubat-Mart 2007) karşın iyi performansını sürdürmekte ve gelişmiş piyasa ekonomisi hisse senetlerine nazaran daha yüksek bir getiri fırsatı sunmaya devam etmektedir.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere giren doğrudan yabancı yatırımlarda da hızlı bir büyüme trendi gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım girişleri, 2008 yılında zirve yaparak 624 milyar dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Bu yatırımların büyük kısmı, Doğu Avrupa ve Merkez Asya ülkelerine gitmiştir. Doğrudan yabancı yatırım girişleri, 2008 yılında gelişmekte olan ülkelerin GSYİH'larının %3.3'üne ulaştı, bu seviye 1999 yılında ulaşılan %3,1 seviyesinin de üzerine çıkmıştır (Global Development Finance, 2012; 16).

Şekil 1.5: Gelişmekte Olan Ünelere Net Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri



Kaynak: Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries, The World Bank, Washington DC, 2012.

Doğrudan yatırımların yarısı hizmetler sektörüne yapılmaktadır. Özellikle bankacılık, telekomünikasyon sektörlerine ve gayrimenkullere yatırımlar

gerçekleşmiştir. Bu artış trendi, doğrudan yabancı yatırımlar çekmek için hükümetler tarafından uygulanan politikalarla (özellikle, ülkelerin yabancı sahipliğindeki ve taahhüt edilen büyük özelleştirmelerdeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla) desteklenmiştir.

Tablo 1.5: Gelişmekte Olan Ükelere Net Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri

| Milyar dolar | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Avrupa ve Merkez Asya | 25.2 | 25.4 | 26.4 | 34.2 | 62.7 | 73.2 | 116.4 | 108.4 | 115.3 |
| Bulgaristan | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 2.1 | 2.0 | 2.6 | 5.0 | 4.2 | 4.7 |
| Hırvatistan | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 2.1 | 1.2 | 1.6 | 2.9 | 2.7 | 3.6 |
| Macaristan | 2.8 | 3.9 | 3.0 | 2.2 | 4.6 | 6.4 | 9.0 | 8.5 | 8.3 |
| Kazakistan | 1.3 | 2.8 | 2.6 | 2.1 | 4.1 | 1.7 | 5.0 | 7.4 | 8.3 |
| Polonya | 9.3 | 5.7 | 4.1 | 4.6 | 12.9 | 9.6 | 12.6 | 11.5 | 11.8 |
| Rusya | 2.7 | 2.7 | 3.5 | 8.0 | 15.4 | 15.2 | 28.0 | 24.7 | 22.8 |
| Romanya | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 1.8 | 5.4 | 6.6 | 7.0 | 5.3 | 4.6 |
| Slovakya | 1.9 | 1.6 | 4.1 | 0.6 | 1.3 | 1.9 | 3.0 | 2.1 | 2.6 |
| Ukrayna | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 1.4 | 1.7 | 7.8 | 4.0 | 3.2 | 4.3 |
| Türkiye | 1.0 | 3.3 | 1.1 | 1.8 | 2.7 | 9.7 | 19.0 | 18.3 | 21.2 |
| Doğu Asya ve Pasifik | 45.1 | 47.7 | 57.0 | 53.5 | 65.8 | 96.4 | 88.3 | 92.1 | 97.8 |
| Çin | 38.4 | 44.2 | 49.3 | 53.5 | 54.9 | 79.1 | 76.0 | 78.3 | 81.2 |
| Endonezya | -4.6 | -3.0 | 0.1 | -0.6 | 1.0 | 5.2 | 2.0 | 1.5 | 1.6 |
| Malezya | 3.8 | 0.6 | 3.2 | 2.5 | 4.6 | 4.0 | 4.0 | 3.2 | 3.6 |
| Filipinler | 1.3 | 1.0 | 1.8 | 0.3 | 0.5 | 1.1 | 0.9 | 1.2 | 1.7 |
| Tayland | 3.4 | 3.9 | 1.0 | 1.9 | 1.4 | 4.0 | 5.5 | 4.6 | 4.9 |
| Vietnam | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 2.5 |
| Latin Amerika ve Karayipler | 79.8 | 70.6 | 51.0 | 43.0 | 62.5 | 70.0 | 69.4 | 67.9 | 75.9 |
| Arjantin | 10.4 | 2.2 | 2.1 | 1.7 | 4.1 | 4.7 | 4.0 | 3.2 | 4.3 |
| Brezilya | 32.8 | 22.5 | 16.6 | 10.1 | 18.2 | 15.2 | 18.8 | 17.5 | 19.5 |
| Kolombiya | 2.4 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 3.1 | 10.4 | 5.0 | 4.1 | 6.8 |
| Meksika | 17.1 | 27.7 | 15.5 | 12.3 | 17.4 | 18.1 | 18.9 | 15.3 | 18.7 |
| Peru | 0.8 | 1.1 | 2.2 | 1.3 | 4.8 | 2.5 | 3.5 | 2.9 | 3.2 |
| Şili | 4.9 | 4.2 | 2.6 | 4.4 | 7.6 | 6.7 | 8.5 | 8.4 | 8.8 |
| Venezuela | 4.7 | 3.7 | 0.8 | 2.7 | 1.5 | 3.0 | -0.5 | 0.2 | 0.4 |
| Orta doğu ve Kuzey Afrika | 4.8 | 4.1 | 4.9 | 8.1 | 6.8 | 13.8 | 19.2 | 16.4 | 19.7 |
| Cezayir | 0.4 | 1.2 | 1.1 | 0.6 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.7 |
| Fas | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 2.3 | 0.8 | 2.9 | 2.5 | 2.3 | 2.5 |
| Mısır | 1.2 | 0.5 | 0.6 | 0.2 | 1.3 | 5.4 | 6.3 | 5.4 | 5.8 |

| | | | | | | | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tunus | 0.8 | 0.5 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 2.8 | 2.6 | 2.8 |
| Güney Asya | 4.4 | 6.1 | 6.7 | 5.6 | 7.3 | 9.9 | 12.9 | 11.4 | 12.7 |
| Hindistan | 3.6 | 5.5 | 5.6 | 4.6 | 5.3 | 6.6 | 8.0 | 7.4 | 8.7 |
| Pakistan | 0.3 | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 1.1 | 2.2 | 3.5 | 2.5 | 4.3 |
| Aşağı-Sahra Afrikası | 3.5 | 12.1 | 5.3 | 9.1 | 7.1 | 13.8 | 12.5 | 11.0 | 12.5 |
| Angola | 0.9 | 2.1 | 1.7 | 3.5 | 1.4 | 0 | 1.5 | 1.5 | 1.9 |
| Ekvator Gine | 0.1 | 0.9 | 0.3 | 1.4 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 1.7 | 2.1 |
| Nijerya | 1.1 | 1.2 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 3.4 | 4.0 | 3.8 | 4.6 |
| Güney Afrika | 1.0 | 7.3 | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 6.3 | 2.5 | 2.2 | 6.3 |
| Sudan | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 1.3 | 1.5 | 2.3 | 2.5 | 2.1 | 2.2 |
| TOPLAM | 166.5 | 171.0 | 157.1 | 160.0 | 217.8 | 280.8 | 324.7 | 304.8 | 400.4 |

Kaynak: Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries, The World Bank, Washington DC, 2012, s. 14-17.

Küresel doğrudan yabancı yatırımlar, 2007 yılında 1.132 trilyon dolarlık seviyeye ulaşarak rekor kırmıştır. Bu akımların yaklaşık %25'i, (tarihsel ortalamalarla tutarlı olarak) gelişmekte olan ülkelerdeki satın almalarla ilgilidir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlardaki artış, iç ve dış faktörlerin bir kombinasyonu ile sürdürülmektedir. Uygun küresel ekonomik koşullar da yatırımcı güvenini iyileştirmiştir. Küresel Mali Kriz öncesinde görülen, güçlü küresel ekonomik büyüme süreci, GSYİH'nın bir payı olarak şirket karları, dünya çapında artmıştır. Bu karlılık düzeyi, ABD'de son 50 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bu gelişmelerin yanında, uzun vadeli düşük faizler ve hisse senedi piyasasında artan kazanç fırsatları, şirketlerin mali yatırımları için büyük kolaylıklar sağlamıştır.

Tablo 1.6: En Borçlu 10 Ülke (2010)

| Milyar Dolar | 2010 sonu Dış Borç Stoğu | | Net Sermaye Girişleri 2010 | | | |
|-------------------|--------------------------|---------------|----------------------------|-------|--------------|---------------|
| | Miktar | Toplamın %'si | Toplam | Borç | Hisse senedi | Toplamın %'si |
| Çin | 548.6 | 13.5 | 337.3 | 120.9 | 216.4 | 29.9 |
| Rusya | 384.7 | 9.4 | 52.1 | 14.0 | 38.1 | 4.6 |
| Brezilya | 347.0 | 8.5 | 164.6 | 78.5 | 86.1 | 14.6 |
| Türkiye | 293.9 | 7.2 | 40.4 | 27.7 | 12.7 | 3.6 |
| Hindistan | 290.3 | 7.1 | 102.7 | 38.6 | 64.1 | 9.1 |
| Meksika | 200.1 | 4.9 | 48.7 | 29.4 | 19.3 | 4.3 |
| Endonezya | 179.1 | 4.4 | 29.9 | 14.5 | 15.4 | 2.6 |
| Arjantin | 127.9 | 3.1 | 23.2 | 17.1 | 6.1 | 2.1 |
| Romanya | 125.5 | 3.0 | 13.7 | 10.2 | 3.5 | 1.2 |
| Kazakistan | 118.7 | 2.9 | 7.8 | 7.7 | 10.1 | 1.6 |

Kaynak: Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries, The World Bank, Washington DC, 2012, s. 4.

Tablo 1.6’da, 2010 yılında en yüksek borç stoğuna sahip 10 ülke gösterilmiştir. Tablodaki 10 ülkenin ortak noktası, hepsinin orta gelir düzeyine sahip gelişmekte olan ülkeler olmalarıdır. 2010 yılında borç akımları, 2009 yılındaki 167 milyar dolar seviyesine göre, iki katına yakın artış göstererek 495 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Net sermaye akımlarında BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) ekonomileri olarak adlandırılan ülkelerin payı, 2010 yılında %58’dir. Çin ise, tek başına net sermaye akımlarının %30’unu almıştır.

Dünya petrol fiyatlarındaki hızlı artışlar da, doğrudan yabancı yatırımları arttıran etkenlerden biridir. Yüksek petrol fiyatları sonucunda, petrol ve gaz sektörlerinde doğrudan yabancı yatırım devam etmektedir. Bu gelişmelerin sonucunda petrol ihraç eden ülkelerin petrol gelirlerindeki muazzam genişleme gelişmekte olan ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırım profilini değiştirmiştir. Özellikle Orta Doğu ve Kuzey Afrika Ülkelerine, petrol ihraç eden ülkeler (İran ve Birleşik Arap Emirlikleri başta olmak üzere) tarafından yapılan girişlerde, enerji-alt yapı sektörlerine, reel varlıklara ve turizm sektörüne yapılan doğrudan yabancı yatırımlarda artışlar görülmüştür. Bu gelişmeler

yaşanırken, özel hisse senedi şirketleri de doğrudan yabancı yatırım artışlarında önemli roller üstlenmiştir.

Çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen doğrudan yabancı yatırımlar artarken, buna bağlı olarak da, çok uluslu şirketlerin gelirleri de artmaktadır. 2006'da gelişmekte olan ülkelerdeki çok uluslu yatırımların değeri 2,4 trilyon dolardır. Çok uluslu şirketler tarafından kazanılan doğrudan yabancı yatırım gelirleri, 1990'ların başında gelişmekte olan ülkelerdeki GSYİH'nın %0,5'inden daha azken, 2007'de yaklaşık %2.1'ine çıkmıştır. Fakat bu gelirlerin tümü gelişmekte olan ülkelerin ödemeler bilançosundan çıkışları göstermemektedir. Ama bu seviyelerdeki çıkışlar, gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengeleri üzerinde büyük bir etki yaratmamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler daha fazla doğrudan yatırım çekebilmek için yurda geri dönen kazançlara ilişkin vergi düzenlemeleri yaparak ve teşvikler vererek yurda geri dönen kazançların artmasına neden oldular. Ve yatırım yapan şirketin ana merkezinin bulunduğu ülke tarafından da çok uluslu şirketlerce kazanılan gelirleri ülkeye çekmek için düzenlemeler (özellikle ABD şirketlerine yönelik olarak) yapıldı. Bu uygulamaların sonucunda, ABD tarafından yurda getirilen kazançlar, son 5 yıldır süren ortalama 65 milyar dolarlık seviyelerden 2005'te 260 milyar dolara sıçradı (Global Development Finance, 2012; 19).

Gelişmekte olan ülkeler açısından, dış mali kaynağın doğrudan yabancı yatırımlardan sonra en büyük ikinci giriş yolu, işçi dövizleridir. 1990'lı yıllarda işçi dövizleri, diğer yabancı döviz kaynaklarında daha az dalgalanmıştır. Özel sermaye akımlarından farklı olarak bir finansal kriz, doğal afet veya politik çatışmalar sonucu ortaya çıkan ekonomik dalgalanmalara rağmen işçi dövizleri artmaya devam etmiştir. İşçi dövizleri, ekonomik konjonktürün azalış zamanlarında alıcı ekonomilere kesin bir güvenlik sağlamıştır.

Tablo 1.7: Uluslararası İşçi Döviz Akımları (2001-2010)

| Milyar dolar | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Avrupa ve Merkez | 13 | 13 | 14 | 17 | 23 | 31 | 32 | 38 | 36 | 26 |
| Asya | | | | | | | | | | |
| Aşağı-Sahra | 5 | 5 | 5 | 6 | 8 | 9 | 9 | 10 | 10 | 7 |
| Afrika | | | | | | | | | | |
| Doğu Asya ve | 17 | 20 | 29 | 35 | 39 | 45 | 47 | 49 | 48 | 42 |
| Pasifik | | | | | | | | | | |
| Latin Amerika ve | 20 | 24 | 28 | 35 | 41 | 48 | 53 | 56 | 52 | 46 |
| Karayapiler | | | | | | | | | | |
| Orta Doğu ve | 13 | 15 | 16 | 20 | 23 | 24 | 25 | 32 | 27 | 26 |
| Kuzey Afrika | | | | | | | | | | |
| Güney Asya | 17 | 19 | 24 | 31 | 31 | 36 | 41 | 47 | 45 | 42 |
| Toplam | 90 | 108 | 134 | 155 | 187 | 221 | 276 | 322 | 306 | 119 |

Kaynak: Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries, The World Bank, Washington DC, 2012, s. 22.

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, gelişmekte olan ülkelere giren işçi döviz akımları, 2000'deki seviyelerinin üç katından fazla artarak 2008 yılında 322 milyar dolarlık rekor bir büyüklüğe ulaşmıştır.

2007-2008 yılında ortaya çıkan küresel mali kriz gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında da değişmelere yol açmıştır. Küresel mali krizin temel çıkış noktası gelişmiş ülkelerin piyasalarındaki denetimsizlik ve aşırı kar riskinden kaynaklansa da, uluslararası ekonominin en büyük aktörleri olan bu ülkelerdeki kriz ortamı dünyaya hızla yayılmıştır. Sermaye ihracının ve gelişmekte olan ülkelerin ihracatının ana kaynağı olan gelişmiş ülkeler, iç piyasalarındaki daralmayı engellemek için faiz oranlarını artırmış ve iç piyasaya para pompalamıştır. Bu politikalar nedeniyle, uluslararası likidite de azalmalar görülmüş ve bu da gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında azalmalara yol açmıştır. Günümüzde Küresel Mali Kriz'in etkileri devam etmektedir. Makroekonomik göstergelerde meydana gelen bozulma ardından, 2010 yılında göstergelerde bir düzelme gözlenmektedir. Türkiye küresel krizden etkilenmiş olsa bile, krizin temeli olan mortgage fonlarının ülkemizde yaygın olmaması ve bankacılık sistemimizin yapısal olarak güçlü olması krizden çıkış sürecini hızlandırmıştır.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere giren sermaye akımlarının seyrine ilişkin bilgiler yukarıda değerlendirilmiştir. Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye de benzer bir konjonktür içindedir. Bununla birlikte, Türkiye genelde, gelişmekte olan ülkelerle büyük benzerliklere sahip olmasının yanında, özelde farklılıklara da sahiptir. Bazı ekonomik değişkenlerdeki Türkiye'nin kendine özgü farklı konumu da aşağıdaki başlık altında verilmektedir.

D. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ VE ÖNEMİ

Uluslararası sermaye yatırımları, Türkiye'ye Osmanlı İmparatorluğu döneminde girmeye başlamıştır. Kapitülasyonlar olarak bilinen ticaret anlaşmalarına dayanan özel imtiyazlı uluslararası sermaye şirketleri, daha çok kamu hizmetlerinde ve doğal kaynakların işletilmesi alanlarında faaliyet göstermiştir. Kapitülasyonlar çerçevesinde faaliyet gösteren bu şirketlere, 1838 yılında imzalanan "Serbest Ticaret Anlaşması" ile birlikte yenileri eklenmiştir. Serbest Ticaret Anlaşması sonucunda, iç pazar öncelikle İngilizlere ve daha sonra tüm yabancılara açılmış, dış ticaretten sağlanan gelirlerde büyük miktarlarda düşüşler meydana gelmiş ve hatta bu gelirler ortadan kalkmıştır. Dış ticaret gelirlerinden yoksun kalan ve ekonomik faaliyetlerde dış ticaret giderlerini karşılamakta zorluklarla karşılaşan devlet hızla borçlanmaya başlamıştır. Zamanla dış borçların birikmesi ve bu borçların ödenmesinde karşılaşılan güçlükler sonucunda, bu borçların ödenmesini düzenlemek amacıyla "Duyunu Umumiye-i Osmaniye" olarak anılan idare, Muharrem Kararnamesi ile 1881'de kurulmuştur (Cömert, 1998; 11).

19. Yüzyılın sonlarından 20. yüzyıl başlarına kadar Osmanlı İmparatorluğu'nda faaliyet gösteren yabancı şirketler, çoğunlukla, demiryolu, liman işletmesi gibi ulaştırma, elektrik-havagazı gibi alt yapı, banka ve sigortacılık gibi hizmet sektörlerinde yatırım yapmışlardır. Bunun yanında, önemli ölçüde üretimde bulunmamakla birlikte, ülkenin çeşitli bölgelerinde de maden imtiyazları almışlardır. Yeni Türk Devleti kurulduktan sonra, özellikle kamu hizmeti niteliği taşıyan alanlarda faaliyet gösteren yabancı şirketlerin değerleri karşılığında millileştirilmesine gidilmiştir. Millileştirmeler 16 yıl sürmüş ve yabancı şirketlere tazminat olarak 236,5 milyon İsviçre Frangı, 204,5

milyon Fransız Frangı, 34,8 milyon İngiliz Sterlini ve 10,7 milyon Türk Lirası ödenmiştir (Cömert, 1998; 17).

Yeni Türk Devletinin yabancı sermaye konusundaki ilk resmi görüşleri, 1923 yılında toplanan İzmir İktisat Kongresi'nde açıklanmıştır. İzmir İktisat Kongre'sinde, Lozan'da devamı istenen kapitülasyonlar ve diğer imtiyazların kabul edilmeyeceği ifade ediliyordu. Atatürk yaptığı konuşmada *“Efendiler, iktisadiyat sahasında düşünürken ve konuşurken zannolunmasın ki, biz ecnebi sermayeye karşı bulunuyoruz. Hayır, bizim memleketimiz çok vasidir ve sermaye ihtiyacımız vardır. Binaenaleyh kanunlarımıza riayetkar olmak şartıyla ecnebi sermayelerine lazım gelen teminatı vermeye her zaman hazırız. Ve şayanı arzudur ki, ecnebi sermayesi bizim sanayimize ve servet-i sabitimize inzımmam etsin.”* diyerek Cumhuriyetin yeni siyasi kadrosunun yabancı sermayeye karşı olmamakla beraber, ülke çıkarlarını gözetmek bakımından gayet dikkatli bir tutum içinde olduğunu belirtmiştir.

1945 yılına kadar geçen sürede yabancı sermaye ve yabancı sermayeli şirketler konusunda yasal bazı düzenlemeler getirilmiştir. Daha sonra 1947 yılında Türk Parasını Koruma Yasası'na ilişkin olarak çıkarılan 13 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yabancı sermayenin geliş şekli, amacı, transferleri hakkında ilk düzenlemeler yapılmıştır. 1950 yılında kabul edilen 5583 sayılı yasa ile Türkiye'ye gelen yabancı sermayeye transfer garantisi verildiği gibi, dışarıdan borç alan Türk girişimcilerine de bu borçları için transfer hakkı sağlanmıştır. Türkiye'de yabancı sermayenin gerçek anlamda teşviki ise 18 Ocak 1954 tarihinde kabul edilen 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası ile başlamıştır (YASED, 1993; 98).

Türkiye'nin planlı kalkınma dönemine geçmesiyle (1963) yabancı sermaye kalkınma planlarında yer almaya başlamıştır. I. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda yabancı sermayeye yalnızca ödemeler dengesi açısından yaklaşılmış, fakat yabancı sermayeyi ülkeye çekme konusuna önem verilmemiştir. II. Beş Yıllık Kalkınma Planı döneminde, yerli sanayinin gelişmesinin engellenmemesi için, yabancı sermayeden ek bir tasarruf ve teknoloji kaynağı olması yönünden faydalanılması öngörülmüştür. Ancak, Türkiye'nin içinde bulunduğu sosyal, politik, ekonomik ortam ve yabancı sermaye yatırımları konusunda ek teşviklere yer verilmemesi, yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye yönelmemesine sebep olmuştur. III. Beş Yıllık Kalkınma Planı, dış eklemeler

konusunda herhangi bir sorunun olmadığı bir döneme rastlamış olduğundan, yabancı sermaye konusuna yeterince değinilmemiştir. IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı ise yabancı sermayeye karşı bir kadro tarafından hazırlanmış olmasına rağmen, daha fazla yabancı sermayeye değinilmiştir. Bu dönemde ülkede yaşanan ekonomik, politik ve sosyal kriz yabancı firma sayısında bir düşüşe neden olmuştur (YASED, 1993; 104).

1980 öncesi dönemde yabancı sermayenin girebileceği faaliyet alanları, kar ve teknoloji transferleri, yabancı sermayeli şirketlerin Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerle ortaklığı gibi konularda yabancı sermayenin önü kesilmiştir. Bunun yanında, bürokratik işlemler yabancı yatırımcıları caydırıcı bir özellik taşımaktadır. Aynı dönemde iç piyasanın yabancı yatırımcılara karşı korunmasında, uygulanan ithal ikameci sanayileşme stratejisinin rolü büyüktür. Bu stratejide, ülke sanayisini yabancı rekabetine karşı korumaya yönelik bazı araçlar geliştirilmiştir. Bu araçların bazıları, aşırı değerlenmiş döviz kuru, ithalat yasakları kotalar, yüksek gümrük vergileri, sıkı kambiyo kontrolüdür (Aklan, 1997; 27).

Türkiye ekonomisi 1970’li yılların ikinci yarısında dış ödeme güçlükleri ve yüksek oranda fiyat artışları biçiminde görünen ağır bir bunalıma sürüklendi. Ekonomik bunalımın, toplumsal ve siyasal boyutlar kazanarak daha da ağırlaşması üzerine, 24 Ocak 1980’den başlayarak bir dizi yeni ekonomi politikası kararları alındı.

Tablo 1.8: Türkiye’ye gelen Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon \$) (1954-1979)

| Yıllar | Doğrudan Yabancı | Birikimli Doğrudan |
|--------|------------------|--------------------|
| | Sermaye | Yabancı Sermaye |
| 1954 | 2.2 | 5.0 |
| 1955 | 1.2 | 6.2 |
| 1956 | 3.4 | 9.6 |
| 1957 | 1.3 | 10.9 |
| 1958 | 1.1 | 12.0 |
| 1959 | 3.4 | 15.4 |
| 1960 | 1.9 | 17.3 |
| 1961 | 1.2 | 18.5 |
| 1962 | 4.2 | 22.7 |
| 1963 | 4.5 | 27.2 |

| | | |
|-------------|------|-------|
| 1964 | 11.9 | 39.1 |
| 1965 | 11.6 | 50.7 |
| 1966 | 9.7 | 60.4 |
| 1967 | 9.0 | 69.4 |
| 1968 | 13.9 | 83.3 |
| 1969 | 13.2 | 96.5 |
| 1970 | 9.0 | 105.5 |
| 1971 | 11.7 | 117.2 |
| 1972 | 12.8 | 130.0 |
| 1973 | 67.3 | 197.3 |
| 1974 | -7.7 | 189.6 |
| 1975 | 15.1 | 204.7 |
| 1976 | 8.9 | 213.6 |
| 1977 | 9.2 | 222.8 |
| 1978 | 11.7 | 234.5 |
| 1979 | -6.4 | 228.1 |

Kaynak: Faruk CÖMERT, “Yabancı Sermayenin Dünü Bugünü ve Geleceği”, Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara – 1998, s.14.

24 Ocak Ekonomik İstikrar Programı, ekonomik büyümeyi, dış kaynak sağlanmasının bir sonucu olarak ele aldığından yabancı özel sermayeyi daha çok özendirmek amacı ile yönetsel ve yasal düzenlemelere gidilmiştir. Yabancı sermayeyi özendirme amacı ile çıkarılan Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi’nde yabancı sermayeli ortaklıkların toplam sabit yatırım tutarının 2-50 milyon ABD Doları olabileceği belirtilmektedir. Ayrıca bir yabancı ortaklığın, yabancı sermaye katılım payının en az 1 milyon ABD Doları veya oransal olarak da % 10-49 olması öngörülmüştür. Kararnamede, bir kısım sektörlerde yabancı sermaye yatırımı sonucu elde edilecek üretimin belirli bir oranda dışarıya satılması koşulu getirilmiştir. Bu oran gıda sanayinde %30, dokumada %50, orman ürünlerinde %60, otobüste %40, kamyonada %24 ve madeni eşyada %30’dur. Kararda ayrıca, İslami Kalkınma Bankası ve IFC (International Finance Corporation) gibi uluslararası kuruluşların yatırımları ile, İran ve petrol üreten Arap ülkelerinin Ortadoğu ülkelerine ihracat potansiyeli taşıyan yatırımların, yatırım miktarı ve oranları ile ilgili sınırlamaların dikkate alınmayacağı hükme bağlanmıştır. Aynı istisna, belirli nitelikteki turizm yatırımlarına da getirilmiştir.

24 Ocak’ta alınan bu kararlara ek olarak (Hazine Müsteşerliği, 2003; 114);

- Yabancı sermayenin çalışma alanları olabildiğince genişletilmiş, özellikle tarım madencilik ve bir dizi hizmet alt kesimlerine yabancı özel sermayenin girişi kolaylaştırılmıştır.

- Toplamı 500 milyon ABD Dolarını aşan garantisiz ticari borçların yabancı sermaye yatırımına dönüştürülmesine olanak tanınmıştır.

- Sermaye giriş çıkışlarında serbestlik getirilerek yabancı sermayeye güven verici bir ortam yaratılmıştır.

- Serbest bölgeler oluşturulmuş ve yabancı sermayenin yerli sınırlamaların dışında çalışmasına olanak yaratılmıştır.

Tüm bu önlemlere ek olarak siyasal anlamda sermaye yanlısı bir tutum sergilenmesi, yabancı sermaye için güvenli bir ortam oluşturmuştur.

Yabancı sermayeye ilişkin olarak, yapılan bu değişikliklerin yanında; kambiyo rejimine esneklik getirildi, ithalatın ve ihracatın serbestleştirilmesine yönelik adımlar atıldı ve serbest bölgeler uygulamaya konuldu. Bunlar gibi köklü değişikliklerin sonucunda, Türkiye yabancı sermaye açısından daha cazip bir hale geldi. Ayrıca yapı-ışlet-devret modeli ve özelleştirme programları yeni bir bakış açısı getirdi (YASED, 1993; 105).

Türkiye’de 1980 sonrasında yoğunlaşan dış kaynak ihtiyacı, kısa vadeli sermaye ithalini gerektirmiştir. 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanuna dayalı olarak çıkarılan 32 Sayılı Kararname ile, yabancı sermaye üzerindeki miktar kısıtlamaları kaldırılmış ve yabancıların Türkiye’deki menkul kıymet piyasasından alım yapabilmelerine izin verilmiştir. Ayrıca 32 Sayılı Kararname ile, gayrimenkuller ve aynı haklar üzerindeki blokaj hükmü kaldırılmıştır. Böylelikle, yabancıların döviz bozdurmaksızın yurt içinde elde ettikleri gayrimenkullere ve aynı haklara ait gelirlerin, yurtiçinde kullanımı veya yurtdışına transferi serbest bırakılmıştır. Bu Kararname ile kısa vadeli sermaye girişlerini özendirmekle beraber, özel sektöre ara girdi ithalatı da teşvik edilmiştir. 32 Sayılı Kararname ve Türkiye’de reel faizlerin yükselmesinin etkisiyle, yabancı sermaye girişlerinde 1980’li yıllarda önemli artışlar olmuştur (Aklan, 1997; 28). Sözü edilen karar ile, kambiyo rejiminde ve mali piyasalarda liberalleşmenin gerçekleştirilmesinden sonra Türkiye, 22.03.1990 tarihinde IMF’ye başvurarak Fon Sözleşmesi’ndeki VIII.

Madde statüsüne geçtiğini bildirmiş ve böylece de TL'nin konvertibl bir para olarak tescil edilmesini istemiştir. Kısacası, Türkiye'de para ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik süreç, 1989–1990 döneminde tamamlanmış oluyordu.

Türkiye'de yabancı sermayeye ilişkin son düzenleme, 05.06.2003 tarihli 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'dur. Bu kanun ile 1954 tarihli 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu kaldırılmıştır. Yeni yasa ile yabancı yatırımcılara önemli kolaylıklar sağlanmıştır. Bu yasayla gerçekleşen göze çarpan değişiklikler ise şunlardır⁷:

- Yabancı yatırımlar, yürürlükteki mevzuat gereğince kamu yararı gerektirmedikçe ve karşılıkları ödenmedikçe kamulaştırılmaz.
- Yabancı yatırımcıların Türkiye'de kurdukları veya iştirak ettikleri tüzel kişiliğe sahip şirketlerin, Türk vatandaşların edinimine açık olan bölgelerde taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı ayni hak edinmeleri serbesttir.
- Uluslararası anlaşmalar ve özel kanun hükümleri tarafından aksi öngörülmedikçe; yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye'de yabancı yatırım yapılması serbesttir. Yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılarla eşit muameleye tabidirler.
- Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki faaliyet ve işlemlerinde doğan net kar, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri, lisans, yönetim vb. anlaşmalar karşılığında ödenecek meblağlar ile dış kredi ana para faiz ödemeleri, bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla yurt dışına serbestçe transfer edilebilir.
- Nakit dışındaki sermayenin değer tespiti, Türk Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde yapılır. Yabancı ülkelerde kurulu bulunan şirketlerin menkul kıymetlerinin yatırım aracı olarak kullanılması halinde, menşei ülke mevzuatına göre değer tespitine yetkili makamların veya menşe ülke mahkemelerince tespit edilecek bilirkişilerin ya da uluslararası değerlendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri esas alınır.

⁷ Resmi Gazete, 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, 17 Haziran 2003

- Özel hukuka tabi olan yatırım sözleşmelerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümü ile yabancı yatırımcıların idare ile yaptıkları kamu hizmeti imtiyaz şartlaşma ve sözleşmelerinden kaynaklanan yatırım uyuşmazlıklarının çözümlenmesi için; görevli ve yetkili mahkemelerin yanı sıra, ilgili mevzuatta yer alan koşulların oluşması ve tarafların anlaşması kaydıyla, milli veya milletler arası tahkim ya da diğer uyuşmazlık çözüm yollarına başvurulabilir.
- Lisans, know-how, teknik yardım için sadece tescil yeterli bulunmakta ve onay aranmamaktadır.
- Dış kredi temini tamamen serbest olup onaya tabi değildir.
- Yabancı personel istihdamı tamamen serbesttir.

Bu kanunla, Türkiye'nin yabancı yatırım çekebilmesine engel olan unsurlar ortadan kaldırılmıştır. Fakat yabancı yatırımların gelmesi için sadece yasal düzenlemeler yeterli olmamakta; ayrıca ekonomik ve siyasal istikrar da aranmaktadır. Buna bağlı olarak, Türkiye'de siyasal istikrarın bozulduğu yıllarda piyasalara giren yabancı sermaye miktarı azalmıştır. Söz konusu istikrarsızlığın etkisi 1983 yılında görülmüştür. Ancak 1983 yılının seçim yılı olması nedeniyle yabancı sermayeyle ilgili gerekli düzenlemeler yapılamamıştır. Yabancı sermaye girişleri 1987'den sonra hız kazanmıştır. Yukarıda değinilen 1989 yılında döviz girişini teşvik etmek amacıyla alınan önlemler yabancı sermaye girişini olumlu yönde etkilemiştir. Ancak 1989 yılından sonra ülkemize giren yabancı sermayenin genellikle spekülasyon amaçlı olması, 1989-1994 yılları arasında ekonomide dengesizliklere neden olmuştur. Ekonomide oluşan dengesizlikleri gidermek amacıyla alınan 5 Nisan 1994 kararları da yabancı yatırımcıları memnun etmemiştir. Ve 1995 yılında Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarı 4.643 milyon dolardır. Fakat aynı yılda diğer gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermaye miktarlarının (Çin 37.7 milyar dolar, Malezya 5.8 milyar dolar, Singapur 5.3 milyar dolar, Polonya 2.5 milyar dolar) yanında çok cüzi bir oranda kalmıştır.

Tablo 1.9: Türkiye’deki Sermaye Akımları (Milyon Dolar)

| | Kısa Vadeli Sermaye | Portföy Yatırımları | Diğer Uzun Vadeli Ser. | Doğrudan Yatırımlar | Toplam Sermaye |
|-------------|----------------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------------|
| 1989 | -584 | 1386 | -685 | 633 | 780 |
| 1990 | 3000 | 547 | -210 | 700 | 4037 |
| 1991 | -3020 | 623 | -783 | 783 | -2397 |
| 1992 | 1396 | 2411 | -938 | 779 | 3648 |
| 1993 | 3054 | 3917 | 1370 | 622 | 8963 |
| 1994 | -5127 | 1158 | -784 | 559 | -4194 |
| 1995 | 3713 | 237 | -79 | 772 | 4643 |
| 1996 | 5945 | 570 | 1636 | 612 | 8763 |
| 1997 | 1761 | 1634 | 4788 | 554 | 8737 |
| 1998 | 2601 | -6711 | 3985 | 573 | 448 |
| 1999 | 759 | 3429 | 345 | 138 | 4671 |

Kaynak: TCMB EVDS (Elektronik veri Dağıtım Sistemi) Verileri

1989 yılındaki 32 Sayılı Kararname ile birlikte Türkiye’ye giren yabancı sermayede önemli artışlar kaydedilmiştir. 1989 yılında Türkiye’ye giren net sermaye akımları 780 milyon dolar iken 1993’te 8.963 milyar dolara, 1996’da 8.763 milyar dolara yükselmiş, 1998’de ise dünyadaki konjonktürün de etkisiyle 448 milyon dolara düşerek dalgalı bir seyir izlemiştir. Sermaye hareketlerindeki bu artışlar, gelişmekte olan ülkelerdeki hareketlerle paralel şekilde gerçekleşmiştir. 1990’lı yıllarda Dünya’daki gelişmelere benzer şekilde Türkiye’de, ülkeye giren sermaye akımları içindeki kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının payında bir artış gözlenmektedir. Bunun sonucu olarak da sermaye hareketlerindeki oynaklık artmıştır. Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan Türkiye’de 1980 yılında başlayan ekonomik liberalleşme süreciyle birlikte ülkenin büyüme ve kalkınması için gerekli olan yatırımların yapılabilmesinde yurtiçi tasarrufların yanında uluslararası sermayeden de yararlanmasının önü açılmıştır. Uluslararası sermayenin ülkeye çekilebilmesi amacıyla Mc Kinnon ve Shaw’un görüşleri paralelinde uygulanmaya başlanan yüksek faiz politikası, finansal liberalleşme sürecinin en önemli parçası olmuştur (Barışık ve Açıkgöz, 2007; 200). Türkiye’de 1989 sonrası dönemdeki sermaye girdileri kamu bütçesi ve dış ticaret bilânçosu açıklarının finansmanına hizmet etmiş, bunun sürdürülmesi de faiz ve kur arasındaki farkın sürekli korunmasını gerektirmiştir. Bu durum gerçekte Türk ekonomisinin “yumuşak karnı”nı oluşturur. İç ekonomide özel

kesime yönelik finansman olanaklarının önemli ölçüde kısıtlanması pahasına, bu politika uygulamaları sürdürülmüştür. Geleceğe ait beklentilerin olumsuz dönüşmesi ve bir devalüasyon olasılığı karşısında ise yabancı fonlar kitleler halinde ülkeyi terk etmeye başlayınca, mali panik baş göstermiş ve ekonomi bir krize girmiştir (Boratav, 2000; 52).

Mali alandaki krizlerin reel ekonomiye yansımaları ile birlikte ülkede üretim düşmüş, yatırımlar azalmış ve işsizlik artmıştır. 1990'lı yıllarda, yüksek faiz düşük kur politikalarıyla sermaye akımlarını teşvik ederek, kamu kesimi açıkları finanse edilmeye çalışılmıştır. Bu politika büyük ölçüde bankacılık sektörüne dayalı olarak yürütülmüştür. Yüksek reel faiz uygulaması, reel ekonominin zarar görmesine neden olmaktadır. Yüksek reel faiz uygulayan ülkenin, finansal anlamda istikrarsız bir süreçten geçtiğine dair beklentiler arttığında, büyük miktarlarda yabancı fon çıkışı gözlenmektedir. Bu durumda döviz kuru daha da yükselmekte ve yatırım harcamaları azalmaktadır. Yüksek oranlı reel faize dayalı sıcak para politikasının uygulanması ve bankacılık sisteminin giderek artan açık pozisyonları, 1994 Krizi'nin temellerini oluşturmuştur (Aklan, 1997; 10). 5 Nisan 1994 Kararları ile Türkiye, bir süre için kriz ortamından uzaklaşmıştır. Ancak yapısal reformların gerçekleştirilememesi nedeniyle Türkiye ekonomisi, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yeni krizlerle karşı karşıya kalmıştır.

1990'lardan 2001 krizine kadar olan dönemdeki ve hatta günümüzdeki en önemli sorun kısa dönemli sermaye bolluğunun (uluslararası likidite bolluğu) neden olduğu ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusudur. Ülkeye giren yüksek miktardaki kısa vadeli sermaye akımı, dış ticarete konu olan sektörlerin rekabet gücünü kaybetmesine, aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralması gibi sonuçlar doğurmuştur. Bu süreç, ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını engelleyerek, istikrarsız ve çarpık bir büyüme trendine yol açmıştır.

Reel üretim sektörlerinde yaratılan bu çarpıklaşmanın yanında, Merkez Bankası'nın para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmaktadır. Ulusal ekonominin para piyasaları dışsal öğelerin spekülasyon dalgaları altında kontrolden çıkmaktadır. Böylelikle, ulusal borsa giderek kısa vadeli sermaye akımlarının denetimi altına girmekte ve bu akımların yönüne bağlı olarak yapay bir şişme ve daralma seyri izlemektedir. Bu süreç sonucunda ulusal ekonomi, reel üretim sektörü ve finans kesimi

birbirinden giderek uzaklaşmakta, aynı zamanda da spekülâtif kazançları besleyerek gelir dağılımını bozmaktadır (Yeldan, 1995; 205).

Türkiye, IMF ile Aralık 1999'da bir Stand By Anlaşması imzalamıştır. Türkiye'nin imzaladığı bu anlaşmanın temel amacı, ağır iç borç gereksiniminin neden olduğu yüksek oranlı reel faizler, dış borç sağlamada karşılaşılan zorluklar ve yükselen faizlerin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkileriydi. 1 Ocak 2000'de yürürlüğe giren bu anlaşmanın en dikkat çekici özelliği döviz kuru politikası ile ilgiliydi. Program "para kurulu" kapsamında sabit kur uygulaması öneriyordu. Türk Lirası, 1 dolar ve 0.77 euro'dan oluşan bir para sepetine bağlanıyor ve döviz kurunun bu sepete alacağı değer, hedef alınan yıllık enflasyon oranı olan yüzde 20 ile sınırlandırılıyordu. Para kurulu düzenlemeleri Arjantin'de ve bazı Latin Amerika ülkelerinde denenmiş, başarılı sonuçlar vermemiştir. Bu sistemin Türkiye'de yeniden uygulanmak istenmesi kuşkusuz ilginç bir gelişmedir. Para kurulu düzenlemesi kapsamında Merkez Bankası para arzını yalnızca ülkeye giren döviz karşılığı olarak arttırabilirdi, yani iç kredilere dayanarak Merkez Bankası'nın emisyonunda bulunabilme olanağı kaldırılmıştır.

Sabit kur (kur çapası) uygulaması kurlardaki artışı sınırladığından; faiz oranlarındaki artışlar, kısa vadeli sermaye girişlerini teşvik etmiştir. Para kurulu uygulamasına dayalı olarak likidite yaratmanın dış sermaye girişlerine bağlanmış olması nedeniyle, dış sermaye girişlerinin azalması likidite artış hızını da yavaşlatmıştır. Likidite pozisyonunun sıkışması ise, kısa süreli faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Faiz artışları, yabancı yatırımcılar açısından uygulanan programın sürdürülebilirliğine karşı endişeler ve bankacılık sektöründe kırılanlıklar meydana getirmiştir. 2000 yılı Eylül'ünün ikinci yarısında kısa süreli faizlerdeki artışlar, bono ve tahvil fiyatlarında şiddetli düşüslere yol açmıştır. Yabancı yatırımcıların fonlarını dışarıya çıkartmaya başlaması ile Merkez Bankası, birkaç gün içinde 6 milyar dolayında satış yapmış ve döviz rezervlerinde önemli azalmalar olmuştur. Böylece Kasım ortalarında ekonomideki panik havası krize dönüşmüş oluyordu.

Krizin derinleşmesini önlemek üzere bir dizi önlem ve kararlar alındı: Yapısal reformlar adı verilen sosyal güvenlik kuruluşları açıklarının giderilmesi, kamuda hantallığın önlenmesi, KİT'lerde verimliliğin arttırılması ve özelleştirmenin hızlandırılması kararı bunlardan bazılarıdır. Mevcut destekleme anlaşması kapsamında

yapılan bu düzenlemeler sonucunda, IMF'den 7.5 milyar dolar tutarında yeni ve ek bir destek sağlandı.

Kasım Krizi'nden sonra alınan önlemlerin ve IMF ile varılan anlaşmanın sonucunda mali piyasalarda kısmen bir istikrar sağlanmıştı. Merkez Bankası'nın rezervleri arttı. Faizler bir miktar düşmüş, ama yine de kriz öncesinden yüksek düzeylerde bulunuyordu. Bu da gecelik borçlanma yapmak zorunda olan bankaların mali yapılarını daha da bozmuştu. Bu arada Şubat'ta Devlet'in üst kademelerinde yaşanan bir anlaşmazlık, Programa olan güveni tamamen sarstı ve yeniden TL'den aşırı bir kaçış başladı. Öyle ki 19 Şubat tarihinde yalnız bir günde dövize olan talep 7.6 milyar doları buldu. Bu koşullar altında IMF ile varılan destekleme anlaşmasının en önemli yönünü oluşturan sabit kur uygulaması ve para kurulu düzenlemesine son verildi. Böylece Türk Lirası, 22 Şubat'ta yabancı paralar karşısında dalgalanmaya bırakıldı (Seyidoğlu, 2003; 141).

Şubat ayındaki krizden sonra hükümet, 14 Nisan 2001 tarihinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını (GEGP) açıklayarak piyasalarda güven oluşturmaya çalışmıştır. Bu amaçla Türk Lirası, 22 Şubat 2001'de dalgalanmaya bırakılmış ve uygulanacak yeni ekonomi politikasının çerçevesi, "Ekonomik Politikalar Bildirgesi" ile hükümet tarafından ortaya konmuştur. Söz konusu bildirgenin "Türk Ekonomisinde Özel Sektörün ve Yabancı Yatırımın Rolünün Artırılması" başlıklı bölümünde, "*önemli bir miktara ulaşmış bulunan dış borç stokunu azaltabilmek ve ekonomiyi daha da modernize edebilmek için orta vadede doğrudan yabancı sermaye çekme zorunluluğu vardır*" ifadesine yer verilmiştir. Ayrıca diğer bir bölümde yabancı sermaye yatırımları konusunda hükümetin yaklaşımı şu şekilde özetlenmektedir. "*Önümüzdeki dönemde doğrudan yabancı sermaye yatırımları kritik bir rol oynayabilecektir. Türkiye'ye olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ülkenin avantajlı coğrafi konumu, büyük ekonomisi ve eğitimli ve maliyet-etkin işgücü olmasına rağmen düşük seviyelerde kalmıştır. Bu yönden programın, makro ekonomik istikrara ulaşılması, özelleştirme programının ilerlemesi ve sürekli öngörülebilir bir politika reformu sürecinin kurulması amaçları doğrultusunda sağlanacak başarı, Türkiye'nin yabancı yatırımlar açısından cazibesini artırmalıdır. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımları önünde büyük hukuki engeller olmamasına rağmen, Hükümet tüm yatırımcılar için yatırım ortamını iyileştirecek adımları atmaktadır. Bu amaçla iş çevrelerinin belli başlı teşkilatları ile*

yakın temasımızı koruyacağız ve hükümetin bu teşkilatlarla beraber önümüzdeki bir kaç ayda ne gibi tedbirler alabileceğini araştıracağız.” biçiminde yabancı sermaye politikasının yönü net bir biçimde belirlenmiştir. Nitekim IMF ile yürütülen stand-by anlaşması çerçevesinde IMF’ye verilen niyet mektuplarının yapısal reformlar bölümünde yabancı sermaye yatırımları yerini almıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2003; 118).

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nın temel amacı, enflasyonu düşürmek ve ekonomik istikrarı sağlamaktır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında yeni bir program hazırlandı ve IMF ile yeniden anlaşmaya gidildi. IMF İcra Direktörleri Kurulu 15 Mayıs 2005’de Türkiye’nin üç yıllık stand-by anlaşmasını 8 milyarlık yeni bir kredi ile destekleme kararı aldı; böylece de toplam kredi 19 milyar dolara çıkarılmış oldu (Global Development Finance, 2012; 142).

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ile ilgili olarak Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilen bankaların sermaye yapıları güçlendirildi, devlet bankalarının görev zararları piyasa faizini taşıyan devlet tahvilleriyle ödendi. Özel bankaların da sermaye yeterlilik oranları yeniden sağlanıncaya kadar temettü ödemeleri ertelendi, sermaye artırımına gitmeleri zorunluluğu getirildi. Bankalar Kanununda Avrupa Birliği standartlarına uyum sağlamak için değişiklikler yapıldı. Mali alanda da kamu borçlarının dönüşümünün sağlanmasına ağırlık verildi. Kamu açıklarının kapatılması için, faiz dışı fazlanın GSMH’nin %6,5’ine çıkarılması amaçlandı. Yeni dönemde ayrıca, Merkez Bankası’nın asıl görevinin enflasyonu aşağı çekmek olmasına ağırlık verildi ve Merkez Bankası’nın özerkliğini artırıcı önlemler alındı. Ama yeni ekonomik programın en önemli özelliklerinden birisinin uygulanan kur sistemiyle ilgili olduğuna kuşku yoktur. Yeni sistem değişken kur uygulamasına dayanır. Benimsenen ana ilkeye göre de önemli bir dalgalanma olmadıkça Merkez Bankası piyasaya müdahale etmekten kaçınacaktır. Önceki mali krizin büyük ölçüde kurların para sepeti gibi sabit bir pariteye bağlanmış olmasından kaynaklandığı düşünülürse bu değişikliğin önemi daha iyi anlaşılır (Seyidoğlu, 2003; 138).

Yeni gelişen ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de mali piyasaların liberalleştirilmesi ve dış dünya ile bütünleştirilmesinden, dış tasarrufların iç tasarruflara eklenecek kalkınmayı hızlandırıcı etkiler doğurması beklenirdi. Oysa mali liberalleşme

gerçekte makro dengesizlikleri arttırdı ve iktisat politikası seçeneklerini daha da sınırlandırdı. Finansal küreselleşmenin tamamlandığı 1989-1990 yıllarından itibaren giderek büyüyen kamu finansman açıkları, dış sermaye girişleri ve iç tasarrufların büyük bölümünün kullanılması ile sürdürülebildi. Kalkınma sürecinde büyük önem taşıyan bankacılık sektörü, reel kesime yeterince kaynak sağlayamazken, aldığı riskler ve kaynak sorunları nedeniyle makro istikrarı tehdit eder bir duruma geldi. Bu politikalar ise sonuçta ülkeyi 1994 Nisan, 2000 Kasım, 2001 Şubat krizlerine götürdü.

Sermaye hareketlerinde görülen 2000-2001 yılları arasındaki ani daralmadan sonra özellikle özel sermaye ve öz sermaye akımlarındaki artışlarla sermaye akımlarında hızlı bir artış eğilimi gözlenmeye başlamıştır. 2006 yılında dünya çapındaki doğrudan yatırım girişi 1,2 trilyon dolar olarak gerçekleşmiş ve bu büyüklüğün 325 milyar dolarlık kısmı da Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere akmıştır. Ve bu seviyeler tarihi bir rekora denk gelmektedir. Benzer şekilde, portfolyo hisse senedi akımları 2006 yılında 400 milyar doları geçerek rekor bir seviyeye ulaşarak zirve yapmıştır. Gelişmekte olan ülkelere özel borçlanma ve hisse senedi akımları 2001 yılında 191,1 milyar dolarlık seviyeden 571 milyar dolarlık bir seviyeye ulaşmış ve bu sınıflandırmaya dahil akımlar da zirve yapmıştır (Global Development Finance, 2012; 144).

2001 yılı sonrasında dünya çapındaki sermaye akımlarında bu gelişmeler yaşanması sonucunda bu konjonktür, gelişmekte olan ülkelere ve tabii ki Türkiye'ye giren sermaye akımlarında güçlü bir artışa neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının seyrini, değinilen gelişmelere paralel olarak, Türkiye ekonomisinde de benzer gelişmeler yaşanmıştır. Türkiye'de gelişmekte olan ülkelere farklı olan bazı gelişmeler de gözlenmektedir. Bu gelişmelerin en dikkat çekici olanlarından biri, yabancı döviz rezervlerindeki değişmelerle ilgilidir. 2002'den itibaren görülen elverişli konjonktüre bağlı olarak yabancı döviz rezervlerinde ciddi artışlar görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı döviz rezerv artışları, 2001'de 80 milyar dolar iken, bu artış 2006'da 633 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu rezervlerdeki artışın %70'i, BRIC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkeler tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu gelişmeler ışığında, gelişmekte olan ülkeler yabancı döviz rezervlerini artırarak dış borç yüklerini azaltma yoluna giderken, Türkiye'de dış borçların GSYİH'ya oranı 2005'te %48'den ,

2006'da %57'ye çıkmış ve gelişmekte olan ülkelerdeki gelişmelerle ters yönde hareket etmiştir.⁸ Türkiye'ye artan oranlarda giren sermaye akımları dış borç yükümüzü azaltmak yerine borç faiz ödemelerine ve ülkemizin döviz gelirlerini arttırmada az etkisi olan sektörlerle girmiştir. Bununla birlikte, dünya petrol fiyatlarındaki rekor seviyelere bağlı olarak da; 2006'da gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler fazlası GSYİH'larının %3,1'i düzeyine ulaşarak tarihi bir zirve yapmıştır. Bu fazlalık genel olarak, Çin (162 milyar dolar) ve Rusya'daki (63 milyar dolar) artışlarla oluşarak, 2003-2006 arasında 247 milyar dolara ulaşmıştır. Dünya petrol fiyatlarındaki hızlı artış sonucunda, petrol ihraç eden ülkelerin yarısı GSYİH'larının %3'ü civarında cari işlemler fazlası verirken, Türkiye gibi petrol ithal eden ülkelerin çoğu, 2006'da GSYİH'larının %3'ünden fazla cari işlemler açığı vermiştir. Ve Türkiye'de cari işlemler açığının artış eğilimi sürmektedir.

E. 2007-2008 KÜRESEL MALİ KRİZ VE KRİZİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

Küresel Mali Kriz, günümüze kadar yaşanmış olan krizlerden, “başlangıcından itibaren küresel olma” özelliği ile ayrılmaktadır. Bu kriz, yalnızca bağımsız devletlerin mevcut küresel mimari içindeki ekonomik koordinasyonuna duyulan ihtiyacı ön plana taşımakla kalmamakta, aynı zamanda yeni küresel mekanizmaların ortaya konulmasına yönelik tartışmalara da neden olmaktadır.

Krizin en önemli nedeni, uluslararası para piyasalarındaki uygulamalardır. Dünyada sermayenin akışkanlığı ve hızı çok artmıştır. Sermayenin üretmek yerine parasal oyunlarla kar etme imkanları artmıştır. Gerçek üretime dayanmayan kârlar yükselmiştir. Piyasa ekonomisinin, verimlilik, büyüme ve refah yaratma açısından yararlı bir araç olduğu, ancak bütün toplumu yönetmesinin sorunlara yol açtığı görülmüştür. Bu kriz, bir ölçüde de, piyasa ekonomisinin ve piyasa anlayışının uç noktaya gelmesinden kaynaklanmaktadır. Krizin sonuçları, piyasa ile devlet arasında bir denge kurulması gerektiğini göstermektedir. Ayrıca kriz, ülkelerin ne kadar birbirine bağlı olduğunu göstermiştir. Amerikan emlak piyasasında başlayan bir kriz, hemen

⁸ Türkiye'nin toplam dış borç stoku 2005'te 169 milyar dolardan, 2006'da 207,7 milyar dolara ve 2007'de 237,3 milyar dolara yükselerek artış eğilimi göstermektedir.

Avrupa'ya sıçramış ve Avrupa'dan da bütün dünyaya sıçramıştır. Bu süreçte, bankalara müdahalelerin uluslararası düzeyde olması zorunluluğu oluşmuştur (Koyuncu ve Şenses, 2007; 75). Bankalara müdahale, her ne kadar devletler düzeyinde yapıldıysa da, belli bir işbirliği içinde yapılmak zorunda kalınmıştır. Reel ekonominin sorunlarını gözetken birtakım maliye politikalarının daha iyi ve etkili biçimde bu reel yavaşlamayı önlemesi, dolayısıyla mutlaka uluslararası bir dayanışma ve eşgüdüm içinde politikalar üretilmesi gerekiyordu.

Küresel ekonominin içine sürüklendiği Küresel Mali Kriz, kapitalizmin kaçınılmaz krizlerini finansallaşma ile aşma çabasının doğrudan bir sonucu olarak görülmektedir. Günümüzde kapitalizm ve uluslararası sermayenin genişleyen yeniden üretimi, finansal spekülasyonun rantlarına bağımlı duruma gelmiştir. Mevcut krizin aşılması için öne sürülen yeni düzenlemeler veya denetleyici kurumların oluşturulması gibi girişimler, finans dünyasının kârlılığını engelleyeceğinden, küresel kapitalizmin bugünkü mantığıyla uyuşmamaktadır. Küresel kriz sonucunda, serbest piyasanın dengeli ve istikrarlı bir ekonomi yaratacağı ve her türlü devlet müdahalesinin kaynak israfına yol açacağını ileri süren neo-liberal iktisat dogmalarının geçersizliği açıkça ortaya çıkmıştır (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2008; 14).

Dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD'den başlayan ve daha sonraki süreçte Avrupa'ya da yansıyan küresel krizin temelinde mortgage piyasasına ilişkin sorunlar yer almaktadır. Mortgage kredilerinin yapısının bozulması, faiz yapısının uyumsuzlaşması, konut fiyatlarındaki balon artışlar, menkul kıymetlerin fonlanmasında yaşanan sıkışıklık, kredi türev piyasalarının genişlemesi ve kredi derecelendirme sürecindeki sorunlar, küresel mali krizin temel nedenlerini oluşturmaktadır (Taylor, 2008; 16)

Kriz, her ne kadar başlangıçta bir mortgage krizi olarak ortaya çıksa da, takip eden süreçte bir likidite krizine dönüşmüştür. ABD'de 2007 yılında, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörleri başta olmak üzere toplam dört sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla, genel ekonominin büyüme hızı da yavaşlamıştır. Ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olan reel sektör, mortgage krizinden olumsuz etkilenmiş ve faiz oranlarındaki değişim kredi piyasasında daraltıcı etki yapmıştır. Kredi piyasası, 2006 yılında % 13.2 oranında artarken, 2007 yılında bu oran

% 4.8 olarak gerçekleşmiştir. Yatırımcıların risk almadan kazanç elde etme isteği maliyeti düşük, kolay kredi imkanlarına bağlı olarak tüketicilerin aşırı borçlanmasına ve kontrolsüz kredi genişlemesine neden olarak sistemin kırılganlığını artırmıştır. ABD’de subprime borçlularının ödeme güçlüğüne düşmesi ile tetiklenen kriz, bu kırılganlıklarla birlikte büyümüştür. Uluslararası finans krizinin başlangıcı olarak kabul edilen Ağustos 2007 tarihinden bu yana ABD’de batan banka sayısı 13’e ulaşmıştır. Banka iflasları 2008 yılında hızlanmış ve sadece bu yıl 11 banka iflas etmiştir (Küçükkiremitçi vd., 2008; 114).

Küresel kriz döneminde Türkiye açısından olumlu süreç, mortgage krizini yurtiçinde oluşturacak yapının Türkiye’de kurulmaması ve bu sayede mortgage krizinden az etkilenmemizdir (ABD’de konut kredilerinin GSMH’ya oranı %70’lerin üzerindeyken, Türkiye’de bu oran %3.6 düzeyindedir). Fakat tüm Dünya’da kısılan talebin etkisi kaçınılmaz olmaktadır. Kriz Avrupa’ya sıçradığında, daha ciddi şekilde de etkisi olmuştur. 2002-2007 arasında Dünya’da bollaşan likiditenin Türkiye’ye gelen yabancı sermayeyi de arttırması sonucunda, Türkiye’deki ekonomik göstergelerde olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Fakat küresel mali krizin ortaya çıkmasıyla ABD ve Avrupa’dan gelen talebin azalması, likiditenin büyük oranlarda çekilmesi, cari açığın fonlanmasının zorlaşması, buna bağlı olarak TL’nin değer kaybetmesi ve bankaların kaynak bulamamaları nedeniyle hem birbirlerine hem de kişilere verdikleri kredileri daraltmaları ve güvensizliğin oluşması, Türkiye’nin krizden olumsuz şekilde etkilenmesi sonucunu doğurmuştur (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2008; 27).

Küresel Mali Kriz’in Türkiye’ye ilk etkileri, ekonomideki yavaşlama, iç talepteki daralma ve yabancı kaynak girişindeki azalma olarak görülmeye başlanmıştır. Yurtiçi talepte, kapasite kullanım endekslerinde düşüşler görülmüştür. Yabancı kaynak girişi ise, doğrudan yabancı kaynak girişinde 2007 Ocak-Kasım dönemiyle karşılaştırıldığında 2008’in aynı döneminde %15,9’luk bir daralma görülmüştür. Sıcak para (kısa vadeli yabancı finansal sermaye) açısından 2007 sonu itibariyle ise, 107 milyar doları aşmış olan stok büyüklük, 2008 Kasım itibariyle hızlı şekilde eriyerek 45 milyar dolar seviyesine düşmüştür (HAK-İŞ Raporu, 2009; 22).

Kriz Türkiye’yi dört kanaldan etkilemiştir. İlki ve en önemlisi kredi kanalıdır. Türkiye’de hem bankalar hem de şirketler, dışarıdaki bugün bilançosu hasarlı hale gelen

bankalardan kredi kullanmışlardır. Bu kanalın kapanması sonucunda, daralacak olan kredi hacmi, şirketleri ve bankaları bilanço küçültmeye zorlamaktadır.

İkinci kanal, portföy yatırımı kanalıdır. Hedge fonları ve özel yatırım fonları (private equity), Türkiye'ye finansman akımında önem taşımaktadır. Buradan aktarılabilecek fonların azalması, Türkiye'ye döviz arzını önemli ölçüde azaltarak, döviz likiditesi açısından sorunlara yol açabilir ve Türk lirasının değer kaybı sürecini hızlandırabilmektedir.

Üçüncü kanal, dış-ticaret kanalıdır. Mali piyasalardaki krizin reel sektöre de yansımaları sonucu, tüm Dünya'da büyüme hızı öngörülerini aşağı doğru güncellenmiştir. Türkiye'nin ihracat hacmi küresel ticaret hacmindeki bu daralmadan kaçınılmaz olarak etkilenmektedir.

Dördüncü ve son kanal ise, artan risk algılamasının ve azalan güvenin tüketici ve yatırımcı davranışlarını olumsuz etkilemesidir. Bu belirsizlik ortamından en hızlı olumsuz etkilenecek kalem, özel yatırım harcamalarıdır. Aynı ortamın hane halkı psikolojisinde ve dolayısıyla bekleyişlerinde neden olacağı bozulma ile, özellikle dayanıklı tüketimin hızla daralması kaçınılmaz olmaktadır (TEPAV, 2008; 65).

ABD konut piyasasından hareketle çıkmış olan ve büyük bir hızla Avrupa'ya yayılan Küresel Mali Kriz'in Türkiye'ye en önemli yansıması, reel sektör üzerinden olmuştur. Türkiye yüksek cari açık ve finansman ihtiyacı nedeniyle küresel finans piyasalarındaki dalgalanmalardan en fazla etkilenebilecek ülkeler arasında yer almaktadır. Uluslararası sermayenin risk alma isteğindeki zayıflama nedeniyle, Türkiye'ye olan yabancı sermaye girişi azalmış ve bunun sonucu olarak son yıllarda büyük oranda dış kaynağa bağlı bir gelişim gösteren büyüme hızı yavaşlamıştır. Durgunluk nedeniyle başta Avrupa pazarından olmak üzere ihraç ürünlerimize olan talep azalmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'den çıkması ve "daha güvenilir liman" olarak döviz tercih etmeleri neticesinde, döviz kurunda anlık ve ani yükselmeler söz konusu olmaktadır.

Dünya genelinde ekonomik durgunluğun artması neticesinde düşen gelir düzeyi, talep seviyesini de olumsuz etkilemektedir. Talep düzeyindeki azalmalar, Türkiye'nin ihracatçı olduğu sektörlerin (başta otomotiv olmak üzere, tekstil, giyim eşyası, radyo, televizyon ve haberleşme cihazları, ana metal sanayi) üretiminde azalmalara ve bu

sektörlerdeki kapasite kullanım oranlarının düşmesine neden olduğu gibi, aynı zamanda istihdamda da azalmalara neden olmaktadır (Küçükkiremitçi vd., 2008; 12). Bunların yanında, mortgage piyasasının Türkiye’de etkin olamaması, bankacılık ve finans sektörünü yapısal olarak sağlam ve sıkı denetleniyor olması krizden daha hızlı bir şekilde çıkmamızı sağlamıştır. Küresel mali krizin bir uzantısı olarak, Yunanistan’da başlayıp İspanya, İtalya ve Portekiz gibi görece daha büyük ekonomilere sıçrama tehlikesi bulunan olumsuz görünüm geleceğe yönelik ihtiyatlı politikaların sürmesi gerekliliğini göstermektedir (Global Development Finance, 2012; 165).

Ticari ve finansal olarak dışa açık bir ekonomi olan Türkiye, küresel krizlerden ciddi oranda etkilenmektedir. Kriz öncesi dönemde uluslararası likiditede görülen ani artışlar görece sığ olan Türk finans piyasasında aşırı olumlu bir hava yaratmakta ve makroekonomik göstergelerde fiktif artışlar gözlenmektedir. Uluslararası piyasada ortaya çıkan olumsuz bir gelişme ise, ani sermaye çıkışlarına yol açmakta ve sonucunda, olumlu ekonomik ortam birden aşırı bir kötümserliğe sürüklenmektedir. Gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye’nin tasarruf oranlarının ve buna bağlı olarak yatırım oranlarının düşüklüğünde uluslararası sermaye akımlarına artan oranda ihtiyacı vardır. Ancak, uluslararası ekonomik ortamdan kaynaklanan ani giriş ve çıkışlar, sermaye giriş ve çıkışlarının hiçbir denetlemeye veya kısıtlamaya tabi olmamasından ötürü ekonomide kırılganlıklara ve dalgalanmalara yol açmaktadır. Ekonomide oluşan bu kırılganlıkları ve dalgalanmaları engellemek için sermaye kısıtlamalarını (kontrolleri) uygulamak, çoğu ülkede istenilen sonuçlara ulaşmış ve literatürde çokça tartışılan bir konudur. Sermaye hareketliliği serbestliğinin en sıkı savunucularından olan IMF ve ABD Hazine Bakanlığı bile sermaye kontrollerinin krizlerden görece daha az etkilenmenin ve krizlerden çıkmanın etkin bir yöntemi olduğunu kabul etmektedir.

BÖLÜM II

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ ÜZERİNDEKİ KONTROLLER VE ÜLKE DENEYİMLERİ

I. SERMAYE KONTROLLERİNİN (KISITLAMALARININ) KAPSAMI

Ekonomistler, uzun yıllardır ekonomik reformların optimal hızı ve sırası konusunda tartışmaktadır. Bu tartışmalar özellikle, sermaye kontrollerinin uygulanmasına ve ödemeler bilançosundaki sermaye hesabının açıklığına ilişkindir. Bazı yazarlar, ülkeler arasındaki serbest sermaye hareketliliğinin özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik refahı olumsuz etkilediği görüşündedir. Bu bağlamda, serbest sermaye hareketliliğinin makroekonomik dalgalanmaları arttırdığı ve dışsal şokların gelişmekte olan ülkelerde kırılganlıklara neden olduğu düşünülmektedir. Bu görüşleri benimseyenlere göre, sermaye hareketleri üzerinde sınırlamalar uygulanmalı, ancak diğer piyasalar serbestleştikten sonra, reform sürecinin sonuna doğru sermaye hareketleri serbestleştirilmelidir. Bunun yanında, serbest sermaye hareketlerini destekleyenler, sermaye hesabının açıklığını sınırlandırmak için hiçbir neden olmadığını düşünmektedirler (NBER, 2007; 3). Bu yazarlar, sermaye hareketliliğini sınırlandırmanın, sermaye piyasasında etkisizliğe kaynak dağılımında adaletsizliğe yol açacağını söylemektedir. Sermaye kontrollerinin rolü ve sermaye akımları (özellikle spekülative sermaye akımları) üzerine tartışmalar, 1997 Doğu Asya Krizi sonrası ortaya çıkmıştır. Stiglitz'e göre, sermaye kontrollerinin gevşetilmesi, Doğu Asya Krizi'nin temelinde yer almaktadır (Stiglitz, 2002; 35)

Reformların hız ve sıralamasına ilişkin politik tartışmalar yeni değildir. Örneğin Adam Smith (1776), Ulusların Zenginliği'nde uygun sıralamanın belirlenmesinin politik amaçlar açısından çok zor olduğunu belirtmiştir. Uygun hız ve sıralamanın nasıl belirleneceği ilk komünist ülkeler için de (özellikle bu problemle karşılaşan Çekoslovakya) reform stratejilerinin temelinde yer almaktaydı.

1980'lerde Dünya Bankası reformların hızı ve sıralamasına ilişkin tartışmalarla ilgilenmeye başladı. Bu tartışmalarda, özellikle reform süreci sırasındaki sermaye kontrollerinin rolüne ilişkin sorular dikkat çekmektedir. Bu konuyla ilgili çalışmaların bir sonucu, olarak reformların hızı ve sıralamasının oluşturulmasına ilişkin olarak bir görüş birliğine varıldı. Bu görüş birliğinin temel noktaları aşağıda sıralanmıştır (NBER, 2007; 5):

- Ticaretin liberalizasyonu aşamalı olarak gerçekleştirilmelidir ve besleyici yabancı yatırımlarla desteklenmelidir.
- Reformların sonucu, işsizliği olabilecek en düşük düzeye çekmek olmalıdır.
- Çok yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde, mali dengesizlikler reform sürecinin çok erken aşamalarında ele alınmalıdır.
- Mali reformların, modern denetleyici ve düzenleyici kurumlara ihtiyacı vardır.
- Sermaye hesabı, reform sürecinin çok sonraki aşamalarında ve sadece ihracat sektörünün dönüşümü başarıyla gerçekleştiği durumlarda, serbestleştirilmelidir.

Genellikle yukarıdaki tavsiyelerin hepsi kabul görmemiştir. Özellikle, Uluslararası Para Fonu'ndaki (IMF) araştırmacılar, bu ilkeleri güçlü şekilde benimsemezler. 1990'ların başlarında, sermayenin sınırlandırılması, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, sıralaması ve hızına ilişkin IMF'nin öne sürdüğü ilkeler kabul görmüştür. Ve bazı yazarlar, reform sürecinin eş zamanlı ve hızlı şekilde gerçekleşmesini önermişlerdir. Bu iddiaların geniş çaplı tartışılmasının temelinde politik ekonomik görüşler yatmaktadır.

Yukarıda bahsedilen tartışmanın bir tarafında, reformların hızlı ve eş zamanlı yapılmaması, diğer tarafta ise blok serbestleştirmenin başarılı olacağı iddiaları vardır. 1990'ların başlarında ABD hükümeti, Doğu Asya ülkeleri için sermaye hesabı sınırlamalarının kaldırılmasını ve sermaye hareketlerine daha fazla özgürlük tanınması gerektiğini öne sürmüştür. Politika yapımcılar ve ekonomistler, Doğu Asya ülkeleri için olan bu tavsiyelere ilişkin bazı eleştirilerde bulunmuştur. Bu eleştirilerin altında iki temel endişe yatmaktadır. Bunlardan ilki, sermaye kontrollerini kaldırmanın ve sermaye

hesabını serbestleştirmenin reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi sonucunu doğuracağıdır (1980'lerin başlarında birkaç Latin Amerika ülkesinde gerçekleştiği gibi). İkinci bir endişe kaynağı ise, aşırı sermaye girişi sonucunda artan reel varlık fiyatlarının neden olacağı krizlerin ve mali şoklara karşı artan kırılganlıkların oluşmasıdır. Mundell (1995), erken sermaye hesabı serbestleştirilmesinin bazı negatif dışsallıklara neden olduğunu belirtmiştir (Mundell, 1995; 20). Benzer şekilde, IMF yetkililerinden Manuel Guiton, Sermaye hesabının serbestleştirilmesine ilişkin IMF görüşlerindeki değişikliği ilk yazanlardandır. Guiton'a göre, uluslararası mali piyasalardaki evrim gerçekleşikten sonra sermaye hesabının serbestleştirilmesi tartışılmalıdır. Sermaye ve cari işlemler hesaplarının aynı anda serbestleştirilmesini destekleyecek bir neden yoktur (Guiton, 1995; 85).

1990'ların ikinci yarısı boyunca gelişmekte olan ülkelerin çoğunun, konu hakkındaki görüşü, IMF ve ABD Hazinesi'nin desteklediği sermaye kontrollerinin kaldırılması ve sermaye hesabının serbestleştirilmesi şeklindeydi. 1995'te çok sayıda gelişmekte olan ülke, sermaye hareketliliği üzerindeki kontrolleri, farklı strateji ve yollarla kaldırmaya başladılar. Ciddi krizlerle de karşılaşmış olan Endonezya ve Meksika gibi çok sayıda ülke, IMF'nin sermaye hesabını serbestleştirme politikalarını uygulamışlardır.

1997'deki Kriz'in ardından, Malezya'nın sermaye çıkışları üzerine uyguladığı kontroller, akademik çevrelerde tartışılmaya başlanmıştır. Malezya 1997 Krizi'nden hızlı bir şekilde çıkmıştır (Güney Kore kadar hızlı olmamasına rağmen) ama bu hızlı iyileşmenin sermaye kontrollerini uygulanmanın ve döviz kurunu sabitlemenin sonucu olup olmadığı açık değildir. Kaplan ve Rodrik (2002), 1997-1998 Kur Krizi'nin ardından Malezya'nın uyguladığı unortodoks politikaları araştırmışlardır. Yazarlar, Eylül 1998'de Malezya'da uygulanan sermaye kontrollerini incelemişlerdir. IMF yetkilileri ve yatırım bankalarının analistleri, bu kontrollerin (aynı zamanda döviz kuru çapası ve daha düşük yurtiçi faiz oranı politikaları da uygulandı) krizden çıkışın daha yavaş gerçekleşmesine ve Malezya'ya doğrudan yabancı yatırım girişlerinin ciddi şekilde azalmasına neden olduğunu düşünmektedir. Kaplan ve Rodrik (2002) ise, bu genel kanının doğru olmadığını öne sürerek, doğru seçilmiş ekonometrik yöntemlerin kullanılmasıyla, Malezya'nın uyguladığı unortodoks programın çok olumlu sonuçlar verdiğini kanıtlamışlardır (Kaplan ve Rodrik, 2002; 397). Bu konuya ilişkin olarak Rudi

Dornbush (2002), kriz sonrası dönemde Malezya ekonomisinin göreceli olarak gösterdiği iyi performansın uyguladığı sermaye kontrolleri sayesinde gerçekleşip gerçekleşmediğini araştırmıştır. Dornbush'un görüşüne göre, FED tarafından faiz oranlarının başarılı bir şekilde azaltılmasıyla oluşan olumlu uluslararası konjonktür, 1999-2000'deki Malezya'nın güçlü ekonomik performansının temelinde yatan nedendir (Dornbush, 2002; 451).

Sermaye kontrollerini savunanlar, sermaye hareketlerini sınırlandırmanın iki potansiyel kara sahip olduğunu iddia etmişlerdir. Bunlardan ilki, dışsal şoklar ve mali krizler karşısında ülkenin kırılmalıklarını azaltmasıdır. İkincisi, daha düşük faiz oranlarının ve büyümeye yönelik ekonomi politikalarının uygulanabilecek olmasıdır. Bu görüşü savunanlar, sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin, ülkenin mali sektörünün tekrar inşasına ek süre kazandırabileceğini belirtmektedir (Edwards, 2007; 74).

Sermaye hareketliliğinin sınırlandırılmasının dışsal şokların ülke ekonomisine etkilerini azaltabileceği ve mali krizlerden çıkışları hızlandıracağına yönelik görüşleri savunan çalışmalar, literatürde yer almaktadır. Ferri vd. (1999), Şili'nin sermaye hareketliliğini sınırlandırarak 1990'larda Latin Amerika'yı etkileyen makroekonomik krizden kurtulabildiğini öne sürmektedirler. Diğer bazı yazarlara göre, sermaye kontrollerine ilişkin hem Şili hem de Malezya örneği, o ülkeler açısından olumlu sonuçlar vermiştir (Dornbusch 2002, Kaplan ve Rodrik 2002, Johnson and Mitton 2003, De Gregorio vd. 2000).

A. SERMAYE KONTROLLERİNİN TÜRLERİ

Sınır ötesi sermaye akımları üzerindeki kontroller, daha geniş bir çerçevede çeşitlendirilerek ve ülke örnekleri üzerinden ölçülebilmektedir. Bu kontroller ve sermaye hareketliliğine yönelik kısıtlamalar genel olarak iki şekilde adlandırılabilir:

- Doğrudan kontroller “idari-yönetimsel”
- Dolaylı kontroller “piyasa tabanlı”

Aşırı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde kontroller, izolasyon yerine daha çok politika önlemleriyle birlikte uygulanmaktadır. Doğrudan kontroller (idari), ya doğrudan yasaklama şeklinde ya da sınır ötesi sermaye işlemlerindeki resmi onaylama

(kural tabanlı veya isteğe bağılı olarak) şeklinde uygulanmaktadır. Bu tip kontroller, sınır-ötesi mali işlem hacmini doğrudan etkilemektedir. Bu tür kontrollerin ortak özelliğı, bankacılık sektörüne bir yükümlülük olarak uygulamaya koyulmasıdır.

Dolaylı kontroller (piyasa tabanlı) ise, özellikle daha riskli olan sermaye hareketliliğini azaltmak için uygulanmaktadır. Bu tür kontroller, sınır ötesi mali akımların açık veya kapalı olarak vergilendirilmesi (Tobin vergisi vb.) veya ikili ve katlı döviz kuru sistemi gibi çeşitli şekillerde olabilmektedir. Dolaylı kontroller (piyasa tabanlı), fiyatları, hacmi ve de uygulanan işlemleri etkileyebilmektedir. Bu tür kontroller, çoğunlukla fiyat tabanlı uygulamalardır. İkili veya katlı döviz kuru sistemlerinin hangisinin uygulandığına bağılı olarak, farklı döviz kuru oranları farklı işlem tiplerine göre uygulanmaktadır. İkili döviz kuru piyasaları, kısa dönemli faiz oranlarının yurtiçi yerleşikler üzerinde kabul edilemez büyüklükte bir yük oluşturduğu durumlarda uygulanmaktadır. Ayrıca, spekülative akımları engellerken daha az riskli sermaye akımlarını desteklemek, yurtiçi finansal kurumların oluşturulması için de kullanılabilir. Ticaret akımlarına ilişkin döviz işlemleri, doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) ve genellikle hisse senedi yatırımları üzerinde uygulanan kısıtlamalarda göz ardı edilmektedir. İkili döviz piyasalarında, oluşan piyasa faiz oranlarında spekülative olmayan yurtiçi kredi taleplerine izin verilirken; resmi kurda bir artışa neden olabilecek spekülative yurtiçi kredi talep maliyetlerinde de bir artışa yol açabilmektedir. Bu nedenle, yerli para cinsinden açık pozisyonda kalmak için yerli kredi spekülativeörün maliyetini yükseltirken, spekülative olmayan kredi talebinin normal piyasa fiyatından karşılanmasını sağlamaktadır. Aynı zamanda, ikili kur sistemi aşırı sermaye girişlerine de neden olabilmektedir. Bu yüzden, resmi kurum aşırı değerlenmesini engellemek gerekmektedir. Bu tür sistemler, sermaye akımlarının hem miktarını hem de fiyatlarını etkilemektedir. Bu tür kontrollerin, doğrudan kontrollerde olduğu gibi, zorunlu kurallar getirilerek uygulanması gerekmektedir; bu nedenle, sermaye işlemlerinde yurtiçi yerleşiklere ayrı, yurtdışındakilere ayrı uygulamalar getirilmesi gerekmektedir. Ayrıca sistemde, ticaret ve sermaye işlemleri için ayrı döviz kurları öngörülmektedir.

Sermaye akımları üzerindeki açık vergileme, dış finansal akımlar üzerinde vergi ve yükümlülüklerin uygulanmasıdır. Bu tür vergiler, hem yurtiçi ve yurtdışı yerleşikler

arasında hem de yurtiçi ve yurtdışı varlıklar arasında bir ayırım yapılarak yürürlüğe konulursa daha etkin sonuçlar verebilmektedir.

Dolaylı kontrollerin uygulanmasında, diğer bir kabul gören yol kazançsız rezerv gereksiniminin kullanılmasıdır. Bu uygulamada, yurtiçindeki ve yurtdışındaki yerleşiklerin yaptıkları sermaye işlemlerinin belli bir tutarı (yerel para ya da döviz) zorunlu (munzam) karşılıklar para politikası aracında olduğu gibi, merkez bankası hesabında kazanç getirmeyecek biçimde (faizsiz) tutulması şart koşulmaktadır. Kazançsız rezerv gereksinimi, sermaye çıkışlarının yurtiçindeki ekonomik gelişmelere olan aşırı duyarlılığını azaltmak için kullanılmaktadır. Ayrıca bu uygulama, sermaye girişlerinin karlılığında azalmaya neden olacağı için girişlerin sınırlandırılmasında da kullanılabilir. Rezerv gereksinimi, sermaye girişlerinde farklı sermaye çıkışlarında farklı politikalar uygulanmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, sermayenin türüne, miktarına ve süresine göre değişiklik gösterebilmektedir. Rezerv gereksiniminin esneklik özelliği, sabit oranda vergilemeye oranla önemli bir tercih sebebi olmaktadır. Asimetrik açık pozisyonları kullanarak kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yayarak uygulanan bu tür kontroller, ticari bankaların net dış pozisyonları için de önemli bir fon kaynağıdır (Ariyoshi vd., 2000; 7).

B. SERMAYE KONTROLLERİNİN AMAÇLARI

Sermaye kontrolleri, sermaye hesabının sınırlanması veya düzenlenmesi için yapılan tüm uygulamaları kapsamaktadır. Bu tanıma göre, sermaye kontrollerini tanımlamak çok zor olmaktadır; çünkü kontroller çok farklı şekillerde ve çok farklı amaçlarla kullanılabilir (Neely, 1999;15).

Tarihsel açıdan sermaye kontrollerinin ilk geniş çaplı kullanımı, I. Dünya Savaşı sırasında. Bu ilk geniş çaplı sermaye kontrolleri, savaşı finanse etmek için uygulanmıştır. Savaşın başında tüm büyük sanayileşmiş ülkeler, altın standardının uygulamasına ara vermiş fakat sabit döviz kuru uygulamalarını sürdürmüşlerdir. Savaşan ülkeler, sermaye çıkışları üzerine kısıtlamalar getirerek, yabancı varlık ve borç alımını yasaklamışlardır. Bu uygulamalar sonucunda, yerli sermayenin yurtdışına çıkışı engellenmiş ve vergi gelirlerinde artışlar sağlanmıştır (Johnston ve Tamirisa, 1998).

Ayrıca kontroller sonucunda faiz oranları düştüğünden ülkeler, daha düşük maliyetle borçlanmaya başlamışlardır. Sermaye kontrollerinin amaçları, aşağıda tablolaştırılmıştır.

Tablo 2.1: Sermaye Kontrollerinin Amaçları

| Kontrollerin Amacı | Yöntem | Kontrolün Yönü | Örnek |
|---------------------------------------|---|-----------------------|---|
| Gelir Sağlamak/ Savaş Finansmanı | Çıktılar üzerindeki kontroller, sabit döviz kuru nedeniyle enflasyonu arttırırken, yurtiçi faiz oranlarını kontrol altında tutmaktadır. | Çıkış | I. ve II. Dünya Savaşı'ndaki ülkeler |
| Finansal Baskılama/ Kredi dağılımı | Hükümetler desteklenmek istenen sektörleri cazip kılmak ve gelirini arttırmakta, ayrıca sermayenin kar amacıyla yurtdışına çıkışını engellemektedir. | Çıkış | Gelişmekte olan ülkelerde |
| Ödemeler Dengesi Açıklarını Kapatmak | Çıktılar üzerindeki kontroller para politikası veya devalüasyona gerek kalmaksızın yabancı varlık talebini azaltmaktadır. Daha yüksek faiz oranlarına olanak vermektedir. | Çıkış | ABD faiz denkleştirme vergisi 1963-1974 |
| Ödemeler Dengesi Fazlası Azaltmak | Girişler üzerindeki kontroller para politikası veya revalüasyona gerek kalmaksızın yabancı varlık talebini azaltmaktadır. Daha düşük faiz oranlarına olanak vermektedir. | Giriş | Alman Bardepot Bütçesi 1972-1974 |
| Aşırı Sermaye Girişini Engellemek | Sermaye girişinin kısıtlanması kriz sırasında ülkeyi terk eden sermayeyi azaltarak makroekonomik kırılmalıkların oluşumunu engellemektedir. | Giriş | Şili 1991-1998 |
| Finansal İstikrarsızlığı Engellemek | Sermaye kontrolleri uluslararası sermaye akımlarını sınırlayarak veya bileşimini değiştirerek yurtiçi finansal sistem kırılmalıklarını engelleyebilmektedir. | Giriş | Şili 1991-1998 |
| Kurun Aşırı Değerlenmesini | Sermaye girişlerini kısıtlamak resmi kurun aşırı değerlenmesine neden olabilecek yüksek yurtiçi | Giriş | Şili 1991-1998 |

| | | | |
|--|--|----------------|-------------------------------|
| Engellemek | enflasyonu ve parasal taban genişlemesini engellemektedir. | | |
| Yurtiçi Varlıkların Yabancı Mülkiyetini Engellemek | Yurtiçi varlıkların (özellikle doğal kaynaklar) yabancı mülkiyetine geçmesini engellemektedir. | Giriş | Meksika Anayasası 27. Maddesi |
| Tasarrufların Yurtiçi Kullanımını Sağlamak | Sermaye çıkışları kısıtlanarak, tasarruflarını yurtiçi yatırımlarda değerlendirmeyenlerin fonlarının yurtdışına çıkışı engellenmektedir. | Çıkış | |
| Finansal Sektörü Korumak | Kontroller, özellikle bebek endüstrilerin ve rekabetçi durumda olmayan sektörlerin yurtdışında rekabet edebilir düzeye ulaşana kadar korunması sağlanmaktadır. | Giriş ve Çıkış | |

Kaynak: Neely, 1999, s.16.

Ülkelerce uygulanan sermaye kontrollerinin altında yatan temel birkaç neden sayılabilmektedir. Sermaye kontrollerinin uygulanmasındaki ilk amaç, aşırı sermaye girişi sonucunda resmi kurun aşırı değerlenmesidir. Döviz kurunda oluşan bu baskı, yurtiçi üreticilerin rekabet gücünü zayıflatarak ithalat hacminde bir artışa ve ihracat hacminde ise bir azalışa neden olabilmektedir. Aşırı değerlenen kurun yarattığı ithalat artışı-ihracat azalışı ise cari işlemler açıklarının artmasına veya fazlaların azalmasına neden olmaktadır. Sermaye girişi sonucu yaşanan kur baskısının önüne geçmek için sterilizasyon politikalarının etkin şekilde uygulanması gerekmektedir (Calvo 1998, Reinhart ve Reinhart 2008).

Sermaye kontrollerinin uygulanmasının diğer bir amacı, özellikle piyasaları görece küçük olan gelişmekte olan ülkelerde, yatırımcılar tarafından çok hızlı ve aşırı şekilde ülkeye akan spekülasyon amaçlı sıcak paranın aynı hız ve hacimde ülkeyi terk etmesini engellemektir. Bu sıcak para olgusu, Keynes ve Tobin tarafından uluslararası finansın tekerleklerindeki kum “sand in the wheels” olarak adlandırılmaktadır (Keynes, 1936; 142).

Sermaye kontrolleri, aşırı sermaye girişleri sonucu yaşanabilecek varlık fiyatlarındaki balonların oluşumunu engellemek için de kullanılabilir. Aşırı

girişler sonucu varlık piyasalarında oluşan balonlar ülkenin risk algılamasında artışlara, makroekonomik kırılganlıklara ve krizlere neden olabilmektedir (Calvo vd., 1994; 59).

Son olarak, sermaye kontrollerinin uygulanmasının bir diğer temel amacı, para politikası otonomisinin kaybedilmek istenmemesidir. Sabit veya yönetilen döviz kuruna, bağımsız para politikasına ve dışa açık sermaye piyasasına aynı anda sahip olunamayacağından; para politikası bağımsızlığının kaybedilmesi yerine sermaye kontrollerinin uygulanması, daha fazla tercih edilen bir politika seçeneği olmaktadır (Magud ve Reinhart, 2006).

II. SERMAYE GİRİŞLERİ ÜZERİNDEKİ KONTROLLER

Küreselleşme sonucunda mali krizlerin oluşmaya başlamasıyla sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere akmaktadır. Bu krizlerin etkisinin geçmeye başlaması sonucunda ise, sermaye gelişmekte olan ülkelere geri dönmektedir. Bu akımlara ve genel olarak sermaye hareketliliğine, düşük tasarruf oranlarına sahip ülkelerce, verimli yatırım projeleri gerçekleştirilmesi, yatırım riskini çeşitlendirmesi, ticareti artırması ve mali piyasaları kalkındırması için izin verilmektedir. Bunun sonucunda, sermayenin sınırlar arasında serbestçe akmasından kaynaklanan karlar, serbest ticaretten sağlanan karlara benzemektedir (Dell’Ariccia, 2008; 7). Sermaye hareketliliği üzerindeki kontroller ise, kaynak dağılımındaki adaletsizliği, kırılganlıkları, ticaret şoklarını engellemektedir. Ayrıca cari işlemler dengesini, emek piyasasını ve refahı olumlu yönde etkilemek için kullanılmaktadır (Edwards ve Ostry, 1992; 36-37).

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin artması sonucu oluşan karlar, o ülkelerin ekonomilerinde oluşan sorunlarla ilişkilendirilmektedir. Çoğu sermaye akımının düzenli ve ülkelerin politik ve yapısal risklerinden kaynaklanan faiz oranlarındaki farklılıkları yansıtmaya rağmen genellikle ekonomide karşılaşılan sorunlarda ilk akla gelen etkenlerden biri olmaktadır. IV. Madde uyarınca yapılan IMF gözden geçirmelerinde de, son dönemlerde Brezilya, Tayvan ve Çin Eyaletlerinde görülen olaylarda, kontrollerin uluslararası sermaye hareketliliğini düzenlemek için gerekli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dahası, IMF tarafından üye ülkelere uluslararası sermaye hareketlerini denetim altına almak için düzenlemeler önerilmektedir (Ostry vd, 2010; 15). Sermaye girişlerine yönelik temel endişe, yoğun sermaye girişlerinin, mali

kırılganlıkları ve kriz riskini artıran döviz kurunun aşırı değerlenmesi ve varlık fiyatlarındaki balonların yol açtığı enflasyondur. Krizlerin ardından akademisyenler ve politika yapıcılar, sermaye akımlarını tekrar tartışmaya başlamışlar ve tüm mali akımları yatırım, borçlanma ve borç verme oranlarıyla karşılaştırarak tekrar gündeme getirmektedirler. Akademisyenlerin ve politika yapıcıların asıl dikkat çektikleri noktalar, yabancı yatırımcıların ani çıkışlar yapması, ekonomik büyüme sonucunda oluşan aşırı iyimserlikten kaynaklanan sorunlar ve sermaye akımları hakkındaki genel olarak iyimser olan düşüncelerin, enflasyona, duraklamalara ve krizleri içeren çok yönlü hasarlara yol açabilecek olmasıdır.

Bu noktada temel soru, girişlerdeki ani artışlar karşısında politika yapıcıların geleceğe yönelik en doğru kararı nasıl alabilecekleriyle ilgilidir. Uygulanabilecek araçlar, mali politikaları, parasal politikaları, döviz kuru politikalarını, döviz piyasalarına müdahaleyi, geleceğe yönelik düzenlemeleri ve sermaye kontrollerini içermektedir. Uygun politika bileşimi, ekonominin mevcut durumuna bağlı olarak değişmektedir. Ekonomideki mevcut durum, rezervlerin seviyesine, geleceğe yönelik düzenlemelerin kalitesine, kurun değerlenmesine hangi noktaya kadar izin verileceğine ve sermaye kontrollerinin sınırlandırılmasıyla alakalıdır. Ostry vd. (2010) IMF ekibi çalışmasında; ekonomi potansiyel büyümesine yakın bir düzeydeyse, rezervlerin düzeyi yeterliyse, sermaye akımları aşırı dalgalanmalar göstermiyorsa, kur aşırı değerli değilse, hem geleceğe yönelik düzenlemelere hem de makroekonomik politikalara ek olarak sermaye kontrolleri uygulanıyorsa ve kontroller sermaye girişlerini yönetmek için politika araçlarının bir parçası olarak sınıflandırılmışsa; uygulanan sermaye kontrollerinin olumlu sonuçlar doğurabildiğini belirtmektedirler. Bununla birlikte, bu şekilde uygulanan kontroller, yatırımlarda azalmaya neden oluyorsa, uygulamanın beklenen karından daha yüksek bir maliyetle sonuçlanabilmektedir; böyle stratejilerin maliyeti ise Keynes'in öne sürdüğü "sand in the wheels" gibi hareket etmektedir. Keynes'in bu kırılganlıkları engellemek için öne sürdüğü ve Keynes Vergisi olarak adlandırılan bu görüş, spekülasyon hareketleri minimize etmek için hükümetin transfer vergisi almasını önermektedir (Keynes, 1936; 144).

Kontrollerin, sermaye akımlarının çeşitleri üzerindeki sistemli kısıtlamaların uygulandığı, açık sermaye hesabına sahip ülkelerde oldukça etkili olduğu görülmektedir. Mevcut kanıtlar, sermaye kontrollerinin aşırı girişler üzerinde daha

güçlü bir etkiye sahip olduğunu ortaya çıkarmaktadır (kontrollerin etkinliğini ölçmek için uygulanan ampirik çalışmalarda genellikle ortalama hacimlerdeki girişler üzerindeki etkisi modellendirilmiş ve daha kesin sonuçlara ulaşılmıştır). Örneğin, Şili ve Kolombiya olaylarında, kontroller girişlerin kompozisyonunda daha az kırılğan bir borçlanma yapısına doğru yönlendirilmesinde başarılı olmuştur (De Gregorio vd. 2000, Cardenas ve Barrera 1997 vb.).

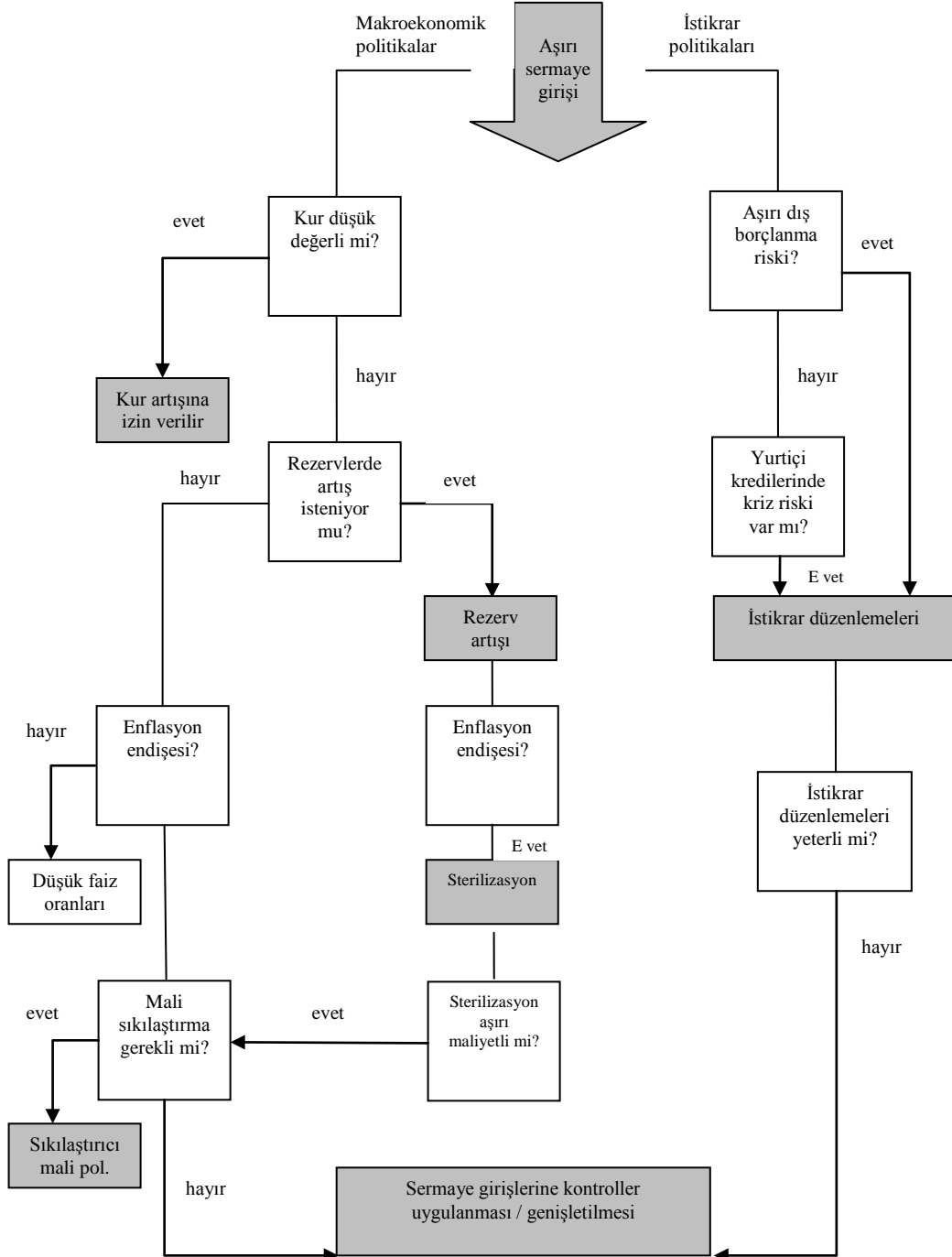
Krizleri dikkate alan Ostry vd. (2010), kontrollerin, dış borçlanma yapısındaki riskleri azaltarak mali kırılğanlıkların azaltılmasında rol oynadığını kanıtlamışlardır. Bu noktada, dikkat çekilmesi gereken diğer bir olgu, bazı doğrudan yabancı yatırımların (DYY) genelde düşünüldüğünden daha az güvenli olduğudur. Özellikle mali sektör DYY olarak kaydedilen bazı sermaye kalemleri, mali sektör borçlanmasında bir risk unsuru oluşturmaktadır. Bu olgu, son mali kriz sırasında Avrupa ülkelerinin yabancı banka gruplarından aşırı derecede etkilenmesi deneyimiyle benzerlikler göstermektedir.

Bireysel ülkeler tarafından sermaye kontrolleri kullanımının önemi, olumsuz sonuçlar oluşturabilmeleridir. Günümüzde küresel iyileşme, gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrollerinden etkilenen makroekonomik politika düzenlemelerine bağlanmaktadır (özellikle kurun düşük değerlendirildiği durumlarda). Gelişmekte olan ülkelerde kontrollerin geniş çaplı kullanımı, küresel dengesizliklerin artmasına, ülkelerdeki büyüme oranlarının düşmesine ve reformların gecikmesine neden olabilmektedir. Aynı zamanda, bazı ülkeler tarafından uygulanan kontroller, diğer ülkeleri de etkilemekte, oluşan çıktı ve refah kayıpları nedeniyle uzun dönemde mali entegrasyon ve küreselleşme üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere doğru olan sermaye akımları, ekonomi açısından yerel piyasaya güven olarak algılanmasından ve daha düşük maliyetli kaynak sağlamasından dolayı olumlu karşılanmasına rağmen; aşırı sermaye girişi durumunda, makroekonomik politika belirlenmesinde zorluklar yaratmakta ve mali riskler oluşturmaktadır. Makroekonomik açıdan aşırı sermaye girişlerinde ortaya çıkan sorun, kurun aşırı değerlendirilmesiyle dış ticaret sektörünün rekabet gücünün azalmasıdır; ayrıca karşılaşıldığı üzere de, aşırı girişleri azalsa veya tersine dönmese bile bu olumsuz etkiler görülmeye devam etmektedir. Aşırı sermaye girişleri, dış borçlanmayı artırarak yüksek yurtdışı kredi kullanımına ve varlık fiyat enflasyonuna neden olmakta bu da mali

kırılganlıkların artmasıyla sonuçlanmaktadır. Bu sonuçlar, kontrolleri uygulayan ülkeler yanında diğer ülkelerde de olumsuz sonuçlar yaratmaktadır. Bu etkilerin oluşumu Grafik2.1’de şematik olarak gösterilmektedir.

Grafik 2.1: Sermaye Girişi Artışları: Makroekonomik ve İstikrar Politikaları



Kaynak: Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi ve Dennis B. S. Reinhart, “Capital Inflows: The Role of Control”, *IMF Staff Position Note*, SPN/10/04, February 2010, s. 7.

Ülkeye giren yabancı sermayede yaşanan aşırı artışlar sonucu makroekonomik politikalarda değişiklikler görülmektedir. Bu girişler karşısında ülkede makroekonomik kırılganlıkların oluşmaması için uygun politika bileşenlerinin uygulanması gerekmektedir. Uluslararası sermaye girişlerinde ani artışlarla karşılaşan ülkelerin, bu uygun politika bileşenlerini belirleyen değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

- **Kur Oranları:** Sermaye girişlerinde görülen ani artışlarda ülkelerin karşılaştığı ilk politika tercihi, kur artışlarına izin verilip verilmeyeceğidir. Ülkeler, kur artışlarına izin verirken, dış ticaret sektörünün rekabetçiliğini dikkate alması gerekmektedir. Yerel kur yabancı paralar karşısında düşük bir değere sahipse; sermaye girişlerindeki artışlar göz önüne alınarak nominal kurda belirli bir artışa izin verilebilmektedir. Fakat yerel kur yabancı paralar karşısında zaten aşırı değerlenmişse, sadece dış ticarete konu olan malların rekabetçiliği göz önüne alınarak kur değerinin istikrarını koruyacak politika araçları kullanılmalıdır.
- **Rezerv Değişimi:** Politika belirlemede diğer bir önemli etken, döviz rezervlerinin seviyesidir. Merkez Bankası döviz rezervlerindeki artış, genellikle istenen bir durumdur. Bunun yanında, sermaye girişleri, döviz rezervi tutulması açısından fırsatlar yaratır.
- **Sterilizasyon:** Aşırı sermaye girişi olan ülkede enflasyon riski varsa, sterilizasyon sonucunda para arzındaki artışlar açık piyasa işlemleri yardımıyla piyasadan çekilerek enflasyon riski ortadan kaldırılabilir. Fakat sterilizasyonun bir sınırı vardır. Yurtiçi mali piyasalar sterilizasyon sonucu çıkan tahvilleri absorbe edebilecek büyüklükte olmayabilir. Yurtiçi piyasalardaki tahvil fazlalığı faiz oranlarının yükselmesine neden olacaktır ve Merkez Bankası'nın rezerv tutma maliyetlerinde artışlar görülecektir. Merkez Bankası, sterilizasyon politikalarını optimal düzeyde uygulayamazsa, parasal kontrolünü kaybetme riskiyle karşılaşabilir. Parasal kontrol kaybedildiğinde, rezervlerdeki artış Merkez Bankası tarafından istenilen bir durum olamamaktadır. Parasal kontrol yitirildiğinden, Merkez Bankası sermaye girişlerini azaltmak için makroekonomik politikalar ve doğrudan kontroller uygulamaya istekli olmaktadır.

- **Parasal ve Mali Politikalar:** Resmi kur artma eğilimi gösteriyorsa, politika yapıcılar daha düşük faiz oranlarını amaçlamakta; bu nedenle de, sermaye girişlerini azaltıcı politikalar ve daraltıcı mali politikalar uygulamaktadırlar (Carderelli vd., 2007). Fakat ekonomide resmi kur aşırı değerlenmişse, Merkez Bankası tarafından daha düşük faiz oranlarının oluşması, istenilen bir durum olmamaktadır.
- **Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontroller:** Geçici sermaye girişleriyle karşılaşıldığı durumlarda, sadece makroekonomik politika uygulamaları bazı ülke örneklerinde istenilen sonuçları yaratmayabilir. Bunun nedeni, kurdaki artışlar geçici olsa da, reel sektörün bu artışlardan daha uzun süreli olarak etkilenmesidir. Bu yüzden, sermaye girişlerinin uzun süreli olacağı tahmin ediliyorsa; döviz kurundaki düzeltme de, kalıcı olmalıdır yoksa sermaye kontrolleri istenilen sonucu veremeyebilir.
- **Mali Kırılganlıklar:** Sermaye girişleri (özellikle borçlanma akımları) ülkenin mali krizlere karşı daha kırılgan bir yapıya bürünmesine neden olabilir. Borçlanma akımları, kreditorler ve borç verenler tarafından dikkatlice takip edildiğinden ülkenin risk algılamasını artırmaktadır. Döviz cinsinden alınan krediler, ihracat kredileri gibi sermaye akımları, aşırı sermaye girişleri ve çıkışları sonucu oluşan kur dalgalanmalarından etkilenmektedir, bu nedenle de bu tür sermaye girişleri mali yapıda kırılganlıklar oluşturmaktadır. Mali kırılganlıklara yol açması bakımından en riskli sermaye akımları sırasıyla; kısa dönemli döviz cinsinden borçlanma, tüketici kredisi borçlanması, portfolyo akımlarıdır ve en az riskli sermaye türü ise; doğrudan yabancı sermaye akımları olarak gösterilmektedir. Bu kırılganlıkların ekonomide oluşumunu engellemek için, karşılıksız döviz gereksinimleri döviz cinsi borçların azaltılmasında kullanılabilir. Kısa dönem borçlanma akımları üzerindeki vergiler ise, uzun ve kısa dönemli borç akımları arasındaki fiyat farklılıklarının azaltılmasında önemli bir etkidir. Bu vergilerin optimal oranı, likidite riskine, mali düzenlemelerin maliyetine ve farklı borçlanma vadeleri arasındaki geçiş elastikiyetlerine bağlıdır.

III. SERMAYE ÇIKIŞLARI ÜZERİNDEKİ KONTROLLER

Sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin, mali ve kur krizlerinin engellenmesinde ve mevcut krizlerden çıkışlarda kullanılması savunulmaktadır. Çıkışlar üzerindeki kontrollerin etkinliğinin değerlendirilmesinde, kontrolleri tiplerinde ayırma gitmek etkili bir yöntem olmaktadır. Çıkışlar üzerindeki ilk tip kontroller, “önleyici kontroller” olarak adlandırılmaktadır. Bu tip kontroller, genellikle ödemeler bilançosu açıkları veren ülkelerde uygulanmaktadır. Önleyici kontrollerin, yurtdışı fon ödemeleri, ikili döviz kuru sistemi ve yasaklı fon transferleri gibi çeşitleri bulunmaktadır. Çıkışlar üzerindeki kontrollerin diğer bir tipi ise, “iyileştirici kontroller” olarak adlandırılabilir (Edwards, 1999; 7). Bu tip kontroller, politika yapıcılar ve akademisyenler tarafından büyük ölçüde desteklenmektedir. Krugman (1998), büyük krizlerle karşılaşan ülkelerde çıkışlar üzerindeki iyileştirici kontrollerin olumlu etkiler yaratıldığını iddia etmektedir. Krugman çalışmasında, krizdeki ülkelerin uyguladığı iyileştirici kontroller sayesinde, daha düşük faiz oranlarına ve büyümeye yönelik politikalara yönelebildiğini göstermiştir. Aynı zamanda, bu kontroller, mali sektörün yeniden yapılanmasında da kullanılabilir.

Aşırı sermaye çıkışları makroekonomik istikrarı bozabilecek diğer bir etkidir. Sermaye kaçıışı (capital flight) olarak adlandırılan bu sermaye çıkışları, yerel kurda ani değer kayıplarına ve kamu-özel sektörün daha zor kredi bulabilmesine neden olmaktadır. Bu tarz sermaye kaçışlarını azaltmak ve kısıtlamak için, çıkışlar üzerinde sermaye kontrolleri uygulanabilmektedir. Bu amaçla merkez bankaları, genellikle yurtiçi yatırımları teşvik etmek ve spekülasyon amaçlı sermaye akımlarının maliyetini artırmak için, yurtiçi faiz oranlarında artışa gitmektedir. Bu ve benzeri uygulamalar, sermaye kaçıışı sonucunda oluşan ekonomideki kırılganlıkların azaltılmasında rol oynamaktadırlar (Dodd, 2005). Bunun yanında, sermaye çıkışları üzerine uygulanan kontrollerin sermaye akımının bileşimini kısa vadeden uzun vadeye doğru değiştirebildiği kabul edilmektedir (Ariyoshi vd., 2000).

Politika yapıcılar tarafından resmi kurun aşağı yönlü hareketine bir sınır belirleme isteği, sermaye çıkışları üzerinde uygulanan kısıtlamaların en önemli nedenlerindedir. Sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulayan Malezya (1998), İspanya (1992), Tayland (1997-1998) vb. ülke örneklerinden görüldüğü üzere; bu tarz kontroller

spekülatif sermaye akımlarının dalgalanmalarını azaltmak, döviz kurunun istikrarını sağlamak ve yabancı döviz rezervi stoklarını eritmek için, kısa vadeli sermaye akımları üzerinde yürürlüğe konulmaktadır (Bakker, 1996). Aynı zamanda, bu kontroller ekonomi politikalarının uygulanabilirliğini arttırmakta ve uluslararası piyasalarda oluşan dalgalanmaların reel ekonomiye etkilerini sınırlandırmaktadır.

Yurtdışı ve yurtiçi yerleşikler tarafından ülkedeki risk algılanmasını artıran durumlar sonucunda oluşan sermaye kaçıışı, sermaye kontrollerinin uygulanmasıyla baskı altına alınabilmektedir. Bu bulaşıcı kaçış davranışı (moral hazard), ülkenin makroekonomik dengesizliklerle karşılaşmasına neden olmaktadır. Bu aşırı sermaye kaçıışı, ülkede devalüasyona neden olabilecek bir ekonomik dengesizliğe, çalkantıya yol açmaktadır. Sermaye çıkışının yarattığı bir diğer dengesizlik ise, sermaye kaçışını engellemek isteyen politika yapıcıların yurtiçi faiz oranlarını artırarak faizin yüksek seviyelere ulaşmasıyla oluşmaktadır (Dodd, 2005). Bu durum ise, ilk oluşan dengesizliğin aksine, ülkeden sermaye kaçışını azaltmakta, hatta yeni sermaye girişleriyle sonuçlanmaktadır. Fakat bu yeni girişler, ekonomide yeni kırılganlıklar yaratabilecek olan kısa vadeli spekülatif sermaye girişleri olmaktadır.

Kriz dönemlerinde sermaye kaçışını engellemek için uygulanan kısıtlamalar, Keynes Vergisi veya Tobin Vergisi benzeri uluslararası finansal işlemlerden alınacak vergilerle benzerlik göstermektedir. Sermaye hesabının serbestliğini savunan IMF gibi kuruluşlar bile sermaye çıkışları üzerine uygulanacak vergilerin makroekonomik kırılganlıkların oluşumunu engelleyebileceğini kabul etmektedir (Ariyoshi vd. 2000, Fisher 2002, Ostry vd. 2010).

Literatürde, sermaye çıkışı üzerindeki kontrollerin ölçülmesi ve etkinliği tartışılmaktadır. Edwards (1989) ve Cuddington (1986), geniş bir veri seti kullandıkları gelişmekte olan ülkeler üzerindeki çalışmalarında, çıkışlar üzerindeki önleyici kontroller uygulayan ülkelerde, kontroller uygulanmaya başlandıktan sonra sermaye kaçışlarının anlamlı şekilde azaldığı sonucuna ulaşmaktadırlar. Edwards (1989) ve Dornbusch ve Edwards (1991) ise, kriz sonrası uygulanan iyileştirici kontrollerin, reel döviz kurunu anlamlı şekilde etkileyebildiğini, fakat büyümede yavaşlamaya neden oldukları için, önleyici kontroller kadar başarılı sonuçlara ulaşamadığını göstermişlerdir.

IV. SERMAYE KONTROLLERİNİN ETKİNLİĞİ

Sermaye kontrollerinin etkinliği, sermaye akımları üzerindeki etkileri, döviz kurunun istikrarı, parasal politika otonomisi ve yurtiçi makroekonomik-mali istikrar gibi politika amaçlarına etkileri temelinde değerlendirilmektedir. Literatürde, yurtiçi ve uluslararası piyasalarında oluşan faiz oranları ile kontrollerin uygulanması sonucunda yaşanan sıkışmaya ağırlık verilmektedir. Sıkışma nedeniyle, dengeyi sağlayacak politika önlemlerinin uygulanması gerekmektedir. Kontrollerin etkinliği de bu durum karşısında uygulanacak politikaların maliyetlerine ve söz konusu politikaların etkisine bağlı olmaktadır. Kontroller etkinse, sermaye akımları yurtiçi faiz oranlarına karşı daha az duyarlıdır. Bunun sonucunda politika yapıcıların, yurtiçi ekonomik amaçlar doğrultusunda politika belirleme şansları artmaktadır. Ayrıca, uygulanan sermaye kontrollerinin, sermaye akımlarının bileşimini ve büyüklüğünü etkileyip etkilemediği, sermayenin etkinliğini belirleyen en önemli hususlardandır.

Ekonomilerde kontrollerin uygulanmasına ilişkin olarak en önemli nokta, kontrollerin etkin olup olmadığıdır. Etkinlik temelde, ülkelerin uyguladıkları kontrollerin politika yapıcılar tarafından desteklenmelerine bağlıdır. Sermaye hesabının görece serbestleşmediği ülkelerde kontrolleri uygulamak ve genişletmek çok kolay olmaktadır. Bunun yanında, kontroller sermaye hesabının görece serbestleştiği ülkelerde daha etkin sonuçlar göstermektedir. Bu etkin sonuçlara ulaşmak için, yeni ve uygun kontroller dizayn etmek gerekmektedir. Genel olarak, sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin, sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerden daha etkin olduğu kabul edilmektedir. Bu konu hakkındaki akademik pek çok çalışmada bu görüş kabul görmektedir (Ostry vd. 2010, Valdés-Prieto ve Soto 1998, Ariyoshi vd. 2000, Cardenas ve Barrera 1997, Clements ve Kamil 2009, Kaplan ve Rodrik 2002 vb.).

Magud ve Reinhart (2006) çalışmalarında, kontrollerin etkinliğini ölçmek için iki indeks oluşturmuştur. Bunlar, Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi (Capital Control Effectiveness Index-CCE index) ve Ağırlıklandırılmış Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi (Weighted Capital Controls Effectiveness Index-WCCE index) olarak adlandırılmaktadır. WCCE ve CCE arasındaki fark, literatürde yapılan çalışmaların metodolojik açıdan düşük, orta ve güçlü şeklinde ağırlıklandırılmış olmalarıdır.

Literatürdeki çalışmalarda, sermaye kontrolleri uygulandığında etkinliğin oluşup oluşmamasına araştırmak için, aşağıdaki sorulara yanıt aranmaktadır.

- Kontroller, sermaye akımlarının hacmini düşürebilmiş midir?
- Kontroller, sermaye akımının bileşimini değiştirebilmiş midir?
- Kontroller, reel döviz kuru üzerindeki baskıyı azaltabilmiş midir?
- Kontroller, daha bağımsız bir para politikasının uygulanmasını sağlayabilmiş midir?

Yukarıdaki soruların cevaplarına bağlı olarak da, WCCE ve CCE indeksine, aşağıdaki değerler verilmektedir.

- Eğer etkinlik kanıtlanmışsa, 1 değeri verilmektedir.
- Eğer etkinlik kanıtlanmamışsa, -1 değeri verilmektedir.
- Anlamlı bir sonuca ulaşılmamışsa, 0 değeri verilmektedir.

Bu indekslerin oluşturulması sonucunda, sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerin WCCE ve CCE indeksleri aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 2.2: Sermaye Kontrollerinin Etkinliği

| Ülke | İndeks | Sermaye Girişleri | Sermaye Çıkışları |
|------------------|--------|-------------------|-------------------|
| Brezilya | CCE | 0 | - |
| | WCCE | 0.05 | - |
| Şili | CCE | 0.18 | - |
| | WCCE | 0.18 | - |
| Kolombiya | CCE | 0.00 | - |
| | WCCE | -0.07 | - |
| Çek Cum. | CCE | 0.00 | - |
| | WCCE | -0.10 | - |
| Malezya | CCE | 0.75 | 0.25 |
| | WCCE | 0.18 | 0.16 |
| İspanya | CCE | - | 0.38 |
| | WCCE | - | 0.11 |
| Tayland | CCE | 1.00 | 0.13 |
| | WCCE | 0.10 | -0.24 |

Kaynak: Magud ve Reinhart, 2006, s. 56.

Çalışmaya göre, sermaye kontrollerinin, daha bağımsız bir para politikası oluşturulmasında, sermaye akımlarının vadelerinin kısa vadeden uzun vadeye dönüştürülmesinde ve reel döviz kuru üzerindeki baskının azaltılmasında etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

V. SERMAYE KONTROLLERİNİN MALİYETİ

Uluslararası sermaye akımları üzerinde uygulanan sermaye kontrolleri başarılı bir sonuç verse bile, uluslararası varlık ticaretinde önemli maliyet artışlarına da neden olmaktadır. Sermaye kontrolü maliyetlerinin en önemlisi, uluslararası sermaye akımlarının karlarını sınırlandırması nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Sermaye kontrollerinin uygulanması sonucunda, sermaye ithal eden ülkeler, yabancı yatırımlarında bir azalmayla ve daha düşük hızlı büyüme rakamlarıyla karşılaşırken; sermaye ihraç eden ülkeler ise, tasarruflarını daha düşük faiz oranlarında değerlendirmek zorunda kalmaktadır. Krugman (1998), sermaye kontrollerinin tutarsız

politikalarla uygulandığında yerel kurun istikrarını bozarak ekonomiye zarar verebileceğini iddia etmektedir. Bu tarz sermaye kontrollerine ilişkin tutarsız politikalar, kontrollerin ekonomiye maliyetini daha da artırmaktadır. Ayrıca, uygulanan idari sermaye kontrolleri, işlem maliyetlerinde doğrudan bir artışa neden olmaktadır; bu işlem maliyeti artışları da, sermaye akımlarının yatırımcı açısından maliyetini yükseltmektedir. Bunun yanında, piyasa-tabanlı olarak uygulanabilecek, Tobin veya Keynes vergisi olarak adlandırılabilir olan uluslararası işlemler üzerinden belirli bir oranda alınacak vergi, doğrudan sermaye akımı işlemlerinin maliyetinde bir artışa neden olacaktır.

Sermaye kontrolleri, uluslararası sermaye akımlarındaki ani giriş ve çıkışları arttırabilmektedir. Özellikle tutarsız politikalarla birlikte uygulanan kontroller, sermaye akımlarının istikrarını bozucu bir etki göstermektedir. Kore Hükümeti 1997’de, Kore şirketlerinin off-shore borçlanmalarını kısıtlayarak, ödemeler bilançosu dengesizliğine ve bankacılık krizlerine istemeden de olsa katkıda bulunmuştur. Kore Hükümeti’nin uyguladığı bu kontroller, vergi kaçakçılığını ve kontrollerin maliyetini artırmıştır. Kontroller uygulandıktan sonra serbest sermaye akımlarına izin verilmeye başlanması, her zaman istenilen şekilde sonuçlanmayabilmektedir. Özellikle, devlet destekleriyle istikrarlı hale getirilmeye çalışılan sermaye akımları, ülkenin yabancı yatırımcılar gözündeki risk algılamasını arttırabilmekte ve gelecek yatırımların engellenmesine neden olabilmektedir (Neely, 1999: 28).

Sermaye kontrollerinin maliyetine ilişkin tartışmalarda, iki husus dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki, sermaye kontrollerinin tutarlı ve politik araç-gereçlerle desteklenerek uygulanması gerektiğidir. Tutarlı kontrol politikaları uygulanmazsa, kontrollerin uygulanma amaçlarına tamamen zıt sonuçlarla karşılaşılma ihtimali ortaya çıkmakta ve bu da, kontrollerin maliyetlerini yükseltmektedir. Kontrollerin maliyetine ilişkin diğer önemli bir nokta, kontrollerin krizi oluşturan temel sorunlara ilişkin çözümler getirmesi gerekliliğidir. Örneğin, bankacılık sistemindeki bir kriz karşısında, yurtiçi mali piyasa yapısının yeniden yapılandırılması gerekmektedir. Çünkü, sadece yabancı borçlanma üzerinde uygulanan sermaye kontrolleri, sermaye akımlarının karını azaltmaktan başka bir etki yaratmayabilmektedir. Bu tarz geçici etkiler yaratan kontroller ise, ekonomideki kalıcı sorunlara çözüm olamadığından, makroekonomik

kırılganlıklar varlığını sürdürmekte; bu riskler de kontrollerin maliyetinde artışlara neden olmaktadır.

VI. SERMAYE KONTROLLERİNİN EKONOMİYE ETKİLERİ

Sermaye kontrolleri çok çeşitlidir ve her tür sermaye kontrolünün ekonomiye etkisi farklı olabilmektedir. Ayrıca, kontrolleri uygulayan ülkedeki mevcut ekonomik durum da kontrollerin ekonomiye etkilerinde ülkeler arasında farklılıklar yaratmaktadır. Kontrollerin türlerine ve uygulandığı ülkeye göre farklılık göstermesinin yanında, kontrollerin etkinliği ve maliyeti de; sermaye kontrollerinin ekonomiye yaratacağı etkilerde farklılıklar yaratabilmektedir. Bu başlık altında, genel bir bakış açısıyla, sermaye kontrollerinin ekonomiye etkilerinden bahsedilmektedir.

Sermaye kontrolleri, ekonomide kur aşırı değerlenmişse kurun değerinin azalmasına yardımcı olabilmektedir. Tutarlı politika araçlarıyla desteklenen sermaye kontrolleri, kurun değer kaybetmesinin yanında istikrarlı bir trend izlemesinde de etkili olmaktadır. Sermaye kontrolleri, dış borçlanma yüksek düzeylerdeyse, borç akımlarını kısıtlayarak dış borç stoğunun ve yurtdışı kredi talebinin azalmasında etkilidir. Balon oluşan varlık fiyatlarının, arz ve talep eşitliğine bağlı olarak dengeye gelmesinde de etken bir rol oynamaktadır. Bunun yanında, borç akımlarında kısıtlamaya gidilerek uygulanan kontroller, yurtdışı finansman olanaklarının maliyetini artırabilir ve sermaye ve borç akımlarının azalmasına neden olarak, yurtiçi faiz oranlarının artmasına da neden olabilmektedir.

Resmi kur ve uluslararası rezervler üzerinde kontrol sahibi olmak isteyen politika yapıcılar, paranın konvertibilitesini sınırlama yoluna gidebilmektedir (Dodd, 2005). Bu kontrol uygulaması, para biriminin istikrarını, rezerv yönetimini sağlayabilmektedir. Ayrıca, ülkeyi dışsal krizlere karşı korumakta ve ülkeye giren spekülasyon sermaye akımlarının azaltılmasında etkili olabilmektedir. Bu kontrolün hayata geçirilmesi, sermayenin kaçak yollardan ülkeye girmesine neden olabilmekte ve ekonominin vergi tabanını kısıtlayarak, politika yapıcıların ekonomiye kontrol gücünü sınırlamaktadır.

Bunların yanında, sermaye kontrollerini uygulamak, kısa dönemli spekülasyon akımları sınırlamanın yanında uzun dönemli sermaye akımlarının azalmasına ve gelecek

yatırımcının kararını değiştirmesine neden olmaktadır. Yatırımcı geçmiş dönemde uygulanan politikaları dikkate alarak yatırım kararını verdiğinden (Global Investor, 1998); yeterince açıklanmayan veya istenilmeyen sonuçlara yol açan kontroller, yabancı yatırımcının ülkeye sokacağı yatırımları geri çekmesine de neden olabilmektedir.

Sermaye akımlarının belirli bileşenlerine belirli kısıtlar getirmek ise, sermayenin hareketliliğini daha az etkilemekte; riskli ve kısa vadeli akımların uzun vadeli akımlara dönüştürülmesinde etkili olabilmektedir (Dodd, 2005). Ayrıca, faaliyet ve pozisyon sınırlamaları, aşırı sermaye giriş ve çıkışını azaltıcı etkide bulunarak, spekülative akımları ve devalüasyon riskini azaltmakta, böylelikle dışsal krizlerin ülkeyi etkilemesine engel olabilmektedir. Fakat, bu tarz kısıtlamaların takip edilmesi ve etkinliğinin hesaplanması, yüksek bir maliyete neden olabilmektedir (Prasad vd., 2003). Örneğin, yabancı mevduatlarına kısıtlama getirmek, bu fonların daha kısa vadeli para piyasasında değerlendirilmesine neden olabilmektedir. Bankaların kısa dönemli borç akımlarına kısıtlama getirmek ise, bankaların uzun dönemli tahvil çıkarmasını teşvik etmektedir.

Kontrollerin takip edilmesi için, kamu ve özel sektörün sıkı bir işbirliği içinde çalışması gerekmektedir. Sermaye akımlarının kısa vadeli, uzun vadeli olmasına, kullanım şekline ve döviz cinsi kategorilerine göre ayrılması gerekliliğini doğurmaktadır (Dodd, 2005). Bu gereklilik, hem maliyeti yükseltmekte hem de akımların yasal olmayan şekilde sistem dışında dolaşmasına neden olabilmektedir. Sermaye kontrolleri uygulamak, piyasanın ve hükümetlerin piyasa kurallarına aykırı hareket ederek, kaynakların ve sermayenin etkin dağılımını engellemesine neden olabilmektedir.

Keynes ve Tobin'in önerdiği üzere, uluslararası işlemler üzerinde vergi uygulamak, takibi kolay ve fon yaratıcı bir etki oluşturabilecektir. Elde edilen işlem vergileri ise, uzun vadeli yatırımlarda veya sosyal refah projelerinde kullanılabilir. Fakat düşük oranlarda uygulanan bir uluslararası işlem vergisi, yüksek spekülative kazançları caydırmada yeterli etkinliğe sahip olamamaktadır. Ayrıca, günümüzde çok çeşitlenen sermaye enstrümanlarına eşit oranlı uygulanamayan bu tarz kontroller, sermaye akımlarının düşük vergi uygulanan kanallara akmasına ve eşitsizliğe neden olabilmektedir. Düşük işlem vergisinin aksine, belirlenen yüksek işlem vergisi, sermaye akımlarında aşırı maliyetlere yol açarak, uluslararası likiditenin azalmasına ve kaçak

akımların artmasına neden olmaktadır. Sermaye akımları üzerindeki mali kontroller, yurtiçi mali sistemi koruyarak, daha esnek bir döviz kuru rejiminin oluşmasını sağlayabilmektedir (Johnston ve Tamirisa, 1998; Prasad vd., 2003).

Tablo 2.3: Sermaye Giriş ve Çıktıları Üzerinde Kontrollerin Uygulanabileceği Sermaye İşlemleri

| GİRİŞ İŞLEMLERİ | ÇIKIŞ İŞLEMLERİ |
|---|--|
| Sermaye ve Para Piyasaları | |
| Hisse Senedi veya Diğer Tahviller | |
| Yabancıların yurtiçi satın alımı | Yabancıların yurtiçi satışı ve çıkışı |
| Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışına satışı veya çıkışı | Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından satın alımı |
| Bono veya diğer borç tahvilleri | |
| Yabancıların yurtiçi satın alımı | Yabancıların yurtiçi satışı ve çıkışı |
| Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı satışı veya çıkışı | Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından satın alımı |
| Para piyasası araçları | |
| Yabancıların yurtiçi satın alımı | Yabancıların yurtiçi satışı ve çıkışı |
| Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı satışı veya çıkışı | Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından satın alımı |
| Kolektif yatırım tahvilleri | |
| Yabancıların yurtiçi satın alımı | Yabancıların yurtiçi satışı ve çıkışı |
| Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı satışı veya çıkışı | Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından satın alımı |
| Türev Araçlar ve Diğer Enstrümanlar | |
| Yabancıların yurtiçi satın alımı | Yabancıların yurtiçi satışı ve çıkışı |
| Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı satışı veya çıkışı | Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından satın alımı |
| Kredi Operasyonları | |
| Ticari krediler | |
| Yabancılardan yurtiçi yerleşiklere | Yurtiçi yerleşiklerden yabancılara |

Mali krediler

Yabancılardan yurtiçi yerleşiklere

Yurtiçi yerleşiklerden yabancılara

Senetler, teminatlar ve mali yardım olanakları

Yabancılardan yurtiçi yerleşiklere

Yurtiçi yerleşiklerden yabancılara

Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yatırım girişleri

Doğrudan yatırım çıkışları

Doğrudan yatırım satışı üzerindeki kontroller

Gayrimenkul İşlemleri

Yabancıların yurtdışından satın alımı

Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından satın alımı

Yabancıların yurtiçi satışı

Ticari Bankalar

Yabancı mevduatları

Yurtdışı mevduatları

Döviz borçlanması

Yabancı krediler

Bireysel Sermaye Akımları

Yabancılardan yurtiçi yerleşiklere

Yurtiçi yerleşiklerden yabancılara

Göçmenlerin yurtdışı borçlanması

Ülke içine transfer

Yurtdışına transfer

Kurumsal Yatırımcılar

Tahviller ve yurtdışı portfolyo yatırımlarına sınırlamalar

Yurtiçi portfolyo yatırımlarına sınırlamalar

Kaynak: Johnston ve Tamirisa, 1998, s. 6.

Sermaye kontrollerinin makro ve mikro ekonomiye etkilerine ilişkin literatürde çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Çalışmanın önceki başlıkları ve ekonometrik analiz başlığı altında bu referans çalışmalar değerlendirilmiştir. Sermaye kontrollerinin, genel olarak hangi sermaye akımları üzerinde uygulanabildiği yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. Tabloda görüleceği üzere, kontroller, sermaye akımlarının çok sayıda çeşidi üzerinde uygulanabilmektedir ve bu kontrol uygulamalarının ekonomiye yansımaları, ülkelerin iç dinamikleri ile güçlü oranda bir ilişki içinde bulunmaktadır.

VII. SERMAYE KONTROLLERİ UYGULAYAN ÜLKE DENEYİMLERİ

Bu başlık altında, sermaye kontrolleri uygulayan ülkelere ilişkin genel bilgiler verilmektedir. Bu ülkelerin uyguladıkları kontrollerin amaçları, etkinliği, türleri ve potansiyel maliyetleri değerlendirilmektedir. Sermaye kontrollerine ilişkin değerlendirme yapabilmek için, ülkenin kriz durumunda bulunup bulunmamasını, benzer ekonomik kalkınmışlığa sahip ülkelere göre durumunu ve sermaye hesabının serbestleştirilmesinde hangi aşamada olduğunu analiz edip; bu etkenleri dikkate alarak değerlendirme yapmak gerekmektedir. Bu karşılaştırmayı yapabilmek için ülke örnekleri aşağıdaki şekilde tablolandırılmıştır.

Tablo 2.4: Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontroller (Asya Ülkeleri)

| Endonezya (1990) |
|--|
| <p>Mart 1991: Merkez Bankası, offshore borçlanmasını engellemek için çalışma başlatmıştır. Bank Endonezya, bankaların sermaye oranı limitini %25'ten %20'ye indirerek swap işlemlerinin hacmini düşürmeye başlamıştır. Üç ay içerisinde swap primleri, %5 oranında değer kazanmıştır.</p> <p>Ekim 1991: Tüm kamu ticari offshore borçlanmalarına hükümet tarafından izin verilmesi zorunluluğu getirildi ve yıllık üst limit son beş yılın ortalamaları alınarak yeniden oluşturuldu.</p> <p>Kasım 1991: İleri önlemler olarak offshore borçlanmasına engeller uygulanmıştır. Bankaların açık cinsinden açık pozisyonlarına sınırlama uygulanmıştır. Future swap işlemlerinin (vadesi iki yıldan fazla olan "yatırım swapları" dışında) sadece Bank Endonezya insiyatifinde gerçekleştirilme zorunluluğu getirilmiştir.</p> |
| Endonezya (2010) |
| <p>Haziran 2010: Yabancı sermaye akımları üzerinde uygulanan zorunlu karşılık oranı, aylık % 1'e çıkarıldı.</p> |
| Malezya (1989) |
| <p>1 Haziran 1992: Ticari bankaların, ticaret dışı swap işlemleri üzerine limit getirildi.</p> |

17 Ocak 1994 – Ağustos 1994: Bankalara ticaret-dışı ve yatırım-dışı dış borçlarına tavan sınırı getirildi.

24 Ocak 1994 – Ağustos 1994: Yurtiçi yerleşiklerin, kısa vadeli parasal enstrümanları yurtdışına satışı yasaklandı.

2 Şubat 1994 – Ağustos 1994: Ticari bankaların yabancı bankalarda fonladığı faiz-dışı zorunlu karşılıkların, Bank Negara'da tutulmasına karar verildi.

23 Şubat 1994 – Ağustos 1994: Ticari bankaların ticaret-dışı swap ve doğrudan vadeli teslim işlemlerine verilen izin kaldırıldı.

Filipinler (1992)

Temmuz 1994: Banko Central, yabancı mali kurumların anlaşmalarını askıya almaya başladı.

Filipinler (2009)

Ekim 2010: Yurtiçi yerleşiklerin izinsiz ticari olmayan borsa dışı döviz cinsi satın alımlarının üst sınırı 30.000 \$'dan 60.000 \$'a yükseltildi. Yabancıların izinsiz satın alımlarının üst sınırı ise 200 \$'dan 5000 \$'a çıkarıldı. Yurtiçi yerleşiklerin izinsiz ithalat işlemlerinin ödemeleri için alınan döviz cinsi satın alımların üst sınırı 100.000 \$'dan 1 milyon \$'a çıkarıldı. Özel sektörün döviz cinsi borçlanma yapabilmesi için peşin ödeme zorunluluğu getirildi. İşçi dövizleri, bankaların peso fonlarında değerlendirildi. Filipinlerin offshore borç satın alımları 30 milyon \$'dan 60 milyon \$'a yükseltildi.

Rusya (2010)

Eylül 2010: Döviz endeksli borçlanmalarının faiz ödemeleri, Merkez Bankası'nın belirlediği yeniden finansman oranını, 0.8 oranında aştığında şirketlere kar vergisi uygulandı.

Güney Afrika (2010)

Şubat 2010: Bankalara, sermaye çıkışlarını azaltmak için, hisse senedi dışındaki sermaye akımlarının %25'ini yatırıma yönlendirme zorunluluğu getirildi.

Tayland (1988)

1989: Bankaların ve finans kurumlarının net döviz cinsinden pozisyonları ve yükümlülükleri sermayelerinin %20'sini aşmayacak şekilde sınırlandırıldı. Yurtiçi yerleşiklerin, ticaret dışı amaçlarla, ellerinde döviz bulundurmalarına izin verilmemiştir.

Nisan 1990: Bankalar ve finans kurumlarının net döviz cinsinden pozisyonları sermayelerinin %25'i oranına artırıldı. Yabancıların kısa vadeli Baht hesapları %2'den %7'ye çıkarıldı. Yerel para biriminden rezerv gereksinimleri %7'ye artırılırken; kamu senetlerinin faiz oranı %5 olarak sınırlandırıldı.

Aralık 1995: Yabancıların finans kurumlarında tuttuğu kısa vadeli taahhütlerin rezerv gerekliliği %7 oranına getirildi. Döviz cinsinden borçlanmayı azaltmak için çeşitli önlemler alındı.

19 Nisan 1996: Ticari bankaların kısa vadeli offshore borçlanmaları için, Bank of Tayland'da tutması gereken zorunlu karşılık oranının alt sınırı %7 olarak belirlendi. Ticari borçlanmalar, bu uygulamadan muaf tutuldu.

Tayland (2010)

Haziran 2010: Taylandlıların, yabancı varlık değer artışları üzerindeki sınır artırıldı.

Eylül 2010: Doğrudan yatırımlar üzerindeki kısıtlama kaldırıldı. Taylandlı firmaların yabancı borçlanmaları üzerindeki kısıtlamalar gevşetildi. Offshore mülkiyet satın alımları artırıldı.

Ekim 2010: Kamu bonolarını teşvik etmek için yabancılardan alınan %15'lik stopaj vergisi kaldırıldı.

Güney Kore (2009)

2009: Seul'deki gayrimenkul fiyatlarını azaltmak için kredi değer oranının tavan sınırı azaltıldı.

Kasım 2009: Yerli bankaların, orta ve uzun vadeli değerler arasındaki getirileri uyumlaştırma zorunluluğu getirildi. Döviz forward işlemleri üzerindeki kısıtlamalar, reel işlemlerin %125'in seviyesinden %100'üne indirildi. Yerli bankaların döviz likiditelerini günlük bazda yönetmesi zorunluluğu getirildi.

Şubat 2010: Faiz üzerindeki stopaj vergileri (%0-15), sermaye kazancı vergileri (%10 veya %20) ve işlem vergileri (%0.3) kaldırıldı.

Haziran 2010: Yerel bankaların döviz forward işlemleri sermayelerinin %50'si oranında sınırlandırıldı.

Yabancı bankaların yerel şubeleri için ise döviz forward işlemleri sermayelerinin %250'si oranında sınırlandırıldı.

Kasım 2010: Yabancıların kamu bonolarından elde ettikleri karlara % 14 vergi getirildi.

Türkiye (2001-2010)

Aralık 1999: Aralık 1999'da 20 yıldır devam eden kronikleşmiş enflasyon sorununu ortadan kaldırmak için, IMF'nin desteklediği "dezenflasyon programı" uygulanmaya başlanmıştır.

Mayıs 2001: IMF destekli "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" yürürlüğe koyulmuştur.

2006: Yurtiçi yerleşiklerin faiz kazancı elde etmek için yatırdığı paranın gelirinden %10 stopaj vergisi alınmış; aynı amaçla yatırım yapan yabancı kaynaklı yatırımcıların gelirleri üzerindeki vergi kaldırılmıştır.

2007: Borsada yatırım yapan yerli yatırımcılar hisse senetlerini 1 yıldan önce elden çıkarırlarsa, alım-satım arasındaki fark için %10 vergi alınmaya başlanmış; yabancı yatırımcılardan alınan vergi ise, kaldırılmıştır.

2010: Stopaj vergileri, kurumsal yatırımcılar için % 0'a ve yerleşik olup olunmamasına bakılmaksızın tüm bireysel yatırımcılar için ise, % 10'a indirildi.

Notlar: Ülkeler ve parantez içerisinde yer alan yıllar, sermaye girişlerindeki artışın ilk yılını göstermektedir.

Kaynak: Alfiler (1994); Perkins ve Woo (2000); Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kiriljenko ve Kirilenko (2000); Kawai ve Takagi (2003); Johnson ve Mitton (2003); Altınkemer (2005); Magud, Reinhart ve Rogoff (2011) çalışmalarından yararlanarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Sermaye kontrolleri uygulayan ülke deneyimlerinin değerlendirilmesinde, ülkenin mevcut ekonomik durumunun yanında, coğrafi olarak yer aldığı bölgenin genel ekonomik durumu da, sermaye kontrollerinin uygulanmasında farklılıklar yarattığından ayrı ayrı tablolandırılmıştır.

Tablo 2.5: Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontroller (Doğu Avrupa ve Latin Amerika Ülkeleri)

Arjantin (2001)

Aralık 2001: Yatırımcıların yurtdışına fon transferleri üzerine etkili yasaklamalar getirildi.

2003: Hisse senedi piyasalarına sermaye girişlerinin en az 180 günlük olması ve kayıt altına alınması zorunluluğu getirildi.

2005: Sermayenin ülkede en az 12 ay kalması gerektiği zorunluluğu getirildi. Sermayenin % 30'unun bankaya yatırılma zorunluluğu getirildi. Sermaye çıkışları üzerinde vergi ve kısıtlamalar uygulandı.

Brezilya (1992)

Ekim 1994: Borsaya giren yabancı sermayeye %1 oranında vergi getirildi. Brezilyalı şirketlerin yabancılara yönelik çıkardığı değerli kağıtlar üzerindeki vergi, % 3'ten % 7'ye çıkarıldı. İki uygulamada, 10 Mart 1995'te kaldırıldı. Yabancıların sabit faizli yatırımları üzerindeki vergi, % 5'ten % 9'a çıkarıldı. 10 Mart 1995'te eski seviyesine indirildi. Merkez Bankası, döviz piyasasından alınabilecek dolar miktarının üst sınırını artırdı.

Brezilya (2006)

Şubat 2006: Hisse senedi piyasası dışındaki yerel piyasalarda, yabancı yatırımcılara uygulanan %15 düzeyindeki vergi kaldırıldı.

Mart 2008: Yabancıların sabit gelir elde ettikleri yatırımları üzerinde %1.5 oranında IOF vergisi (Girişlerde uygulanan Tobin benzeri bir vergi) uygulandı.

Ekim 2008: IOF vergisi kaldırıldı.

Ekim 2009: Hisse senedi ve menkul kıymet piyasalarında %2 oranında IOF vergisi uygulandı.

Kasım 2009: Uluslararası piyasalarda ihraç edilen tevdi makbuzları üzerinde vergi uygulandı.

Ekim 2010: IOF vergisi, sabit getirili yatırımlar üzerinde, önce %4'e sonra %6'ya çıkarıldı. Türev işlemlerindeki zorunlu karşılık oranı %0.38'den %6'ya çıkarıldı.

Şili (1990)

Haziran 1991: Firmaların yabancı borçlanmalarında Merkez Bankası'nda tutacakları karsız zorunlu karşılıklar %20 olarak belirlendi. Yabancı krediler üzerindeki damga vergisi, %1.2 olarak uygulandı. Bu vergiler bir yıl boyunca ticaret ile ilgili tüm vergilere uygulandı. Encaje (karşılıksız rezerv gereksinimi) tüm yabancı borçlanmalar üzerinde uygulandı.

Mayıs 1992: Firmaların yabancı borçlanmalarında, Merkez Bankası'nda tutacakları karsız zorunlu karşılıklar %30'a çıkarıldı.

Kasım 1994: Encaje ödemelerinin sadece dolar cinsinden yapılması zorunluluğu getirildi.

Mayıs 1996: Encaje, spekülasyon doğrudan yabancı yatırımları da içine alacak bir şekilde genişletildi. Doğrudan yabancı yatırımların spekülasyon olup olmadığına bir komite karar verecekti.

Haziran 1998: Encaje, kısa vadeli krediler ve döviz mevduatları için %10 indirildi.

Eylül 1998: Encaje, tüm sermaye akımları için %0'a düşürüldü. Bunun yanında, yabancı yatırımcıların ülkede en az 1 yıl kalma zorunluluğu devam ettirildi.

Kolombiya (1991)

Haziran 1991: Döviz ile yapılan yurtdışı bireysel hizmet ödemeleri ve diğer transferler üzerindeki stopaj vergisi, %3 olarak belirlendi.

Şubat 1992: Banco De la Republica, döviz alımında uyguladığı komisyonları, %1.5'ten %5'e yükseltti.

Haziran 1992: Hizmet ödemelerinin döviz girişleri üzerinde düzenlemeler yapıldı.

Eylül 1993: Firmaların yabancı borçlanmalarında Merkez Bankası'nda tutacakları karsız zorunlu karşılıklar, %47 olarak belirlendi. Zorunlu karşılıklar, ticari krediler hariç, vadesi 18 ay ve daha az olan tüm kredi işlemlerinde uygulandı.

Ağustos 1994: Firmaların yabancı borçlanmalarında, Merkez Bankası'nda tutacakları karsız zorunlu karşılıklar politikası uygulandı. Zorunlu karşılıklar, vadesi 4 yıl veya daha az olan ticari krediler hariç, vadesi 5 yıl ve daha az olan tüm kredi işlemlerinde uygulandı. Zorunlu karşılık oranları uzun vadeli fonlar için azaltıldı.

Kolombiya (2002)

Mayıs 2007: Döviz türev pozisyonlarının üst sınırı altındaki dış borçlanmalarda, karsız zorunlu karşılıklar %40 olarak uygulandı. Daha sonra bu kısıtlamalar, yabancıların portfolyo akımı girişlerini de kapsayacak şekilde genişletildi.

Haziran 2007: Yurtdışında çıkarılan hisse senetlerine muafiyet uygulandı.

Aralık 2007: Hisse senedinin ilk arzında karsız zorunlu karşılık politikası uygulanmadı.

Mayıs 2008: Doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişleri için en az iki yıl kalma zorunluluğu getirildi ve bu akımlar üzerindeki karsız zorunlu karşılıklar %50'ye çıkarıldı. Net türev pozisyonlarının sınırı, sermayenin %550'si oranına yükseltildi.

Haziran 2008: Zorunlu karşılıklar için uygulanan para cezaları artırıldı.

Eylül 2008: Doğrudan yabancı sermaye yatırımları için minimum ülkede kalma süresi kaldırıldı. Hisse senedi satın alımlarında, karsız zorunlu karşılık muafiyeti uygulandı.

Ekim 2008: Kontroller kaldırıldı.

Çek Cumhuriyeti (1992)

Nisan 1995: Merkez Bankası kısa vadeli spekülasyon akımları engellemek için bankaların döviz işlemlerine %0.25'lik bir ücret getirdi.

1 Ağustos 1995: Bankaların net kısa vadeli yabancı borçlanmalarına bir üst sınır getirildi. Her banka yabancılara ait borç yükümlülüklerini teminat altına aldı. Resmi onaylama kullanılarak banka dışı kısa vadeli borçlanma azaltılmaya çalışıldı.

Çek Cumhuriyeti (2008)

2008: Hisse senedi ilk arzları dışında, portfolyo akımlarının faiz-dışı zorunlu karşılıkları %40 olarak uygulandı.

Meksika (1990)

Nisan 1992: Ticari bankaların döviz yükümlülükleri, toplam kredi tutarlarının %10 oranıyla sınırlandırıldı. Bankaların borçlarının % 15'i kadar yüksek likiditeye sahip enstrüman tutma zorunluluğu getirildi.

Peru (2009)

2009: Merkez Bankası senetlerinin, yabancılar tarafından satın alınması engellendi. Tüm zorunlu karşılık oranları artırıldı ve ayrıca vadesi iki yıldan az olan döviz borçlanmalarında zorunlu karşılıklar %75'e çıkartıldı.

2010: Merkez Bankası'nın likiditeyi azaltmak için uyguladığı döviz satın alımlarının ücreti 400 baz puan artırıldı. Borsada yabancıların sermaye kazançları üzerine %5, Peruluların sermaye kazançları üzerine %30'luk bir gelir vergisi getirildi. Yabancı yatırımcıların 60 gün veya daha az vadeli sermaye kazançları için gelir vergisi %30 olarak uygulandı.

Ocak 2010: Offshore bankalarına türev işlemlerinde %30'luk bir gelir vergisi uygulandı.

Şubat 2010: Bankaların net döviz pozisyonlarındaki kısıtlamalar değiştirildi. Uzun vadeli net döviz pozisyonlarının hisse senetlerine oranı, %100'ünden %75'ine indirildi. Kısa vadeli net döviz pozisyonları, net hisse senedinin %10'undan %15'ine artırıldı.

Haziran 2010: Döviz cinsi özel emeklilik fonları üzerinde kısıtlamalar uygulandı.

Notlar: Ülkeler ve parantez içerisinde yer alan yıllar, sermaye girişlerindeki artışın ilk yılını göstermektedir.

Kaynak: Valdés-Prieto ve Soto (1998); Cardoso ve Goldfajn (1998); Garcia ve Valpassos (1998); Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko ve Kirilenko (2000); Forber (2003); Cowan ve Gregoria (2005); Goldfajn ve Minella (2005); Carvalho ve Garcia (2008); Clements ve Kamil (2009); Magud, Reinhart ve Rogoff (2011) çalışmalarından yararlanarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Sermaye kontrolleri, sermaye girişleri üzerinde farklı, sermaye çıkışları üzerinde farklı olarak uygulandığından ayrı ayrı tablolaştırılmıştır.

Tablo 2.6: Sermaye Çıkışları Üzerindeki Kontroller (Asya, Avrupa ve Latin Amerika Ülkeleri)

Arjantin (2001)

Aralık 2001: Corralito kurularak, dolar transferleri ve krediler üzerinde kısıtlamalar uygulandı. Bankacılık sektöründe kısıtlamalar genişletildi. Çek, kredi kartı ve kamu tahvili satın alımları gerçekleştirildi. Ödemeler bilançosu borç ödemeleri durduruldu. Ocak 2002'de %40 oranında bir devalüasyon gerçekleştirildi ve ikili döviz kuru sistemine geçiş yapıldı. Ticaret işlemleri için 1 dolar 1.4

pesoya eşitlenirken, diğer tüm işlemlerde dalgalı kur uygulandı. Bir ay içerisinde kısıtlamalarda gevşemeye gidildi. Dalgalı kurda, piyasalardaki dolar borçları, pesoya çevrildi. Bankaların zorunlu karşılıkları donduruldu. Eylül 2002’de borsa işlem hacminde kur düzenlemeleri yapıldı. Bu uygulamalar sonucunda, ekonomide bir rahatlama yaşandı fakat uygulanan kısıtlamalar işlem maliyetlerinde önemli bir artışa neden oldu. Aralık 2002’de, Corralito iptal edildi.

Brezilya (1999)

Mart 1999: Hükümet, kamu tahvillerini elde tutanların sayısını artırmak için, yerel yatırım fonları oluşturdu. Merkez Bankası, ülkenin yabancı yatırım fonlarında tutabileceği minimum kamu borcu miktarını, %60’dan %80’e artırdı.

Malezya (1997)

Eylül 1998: Bankalarda ve döviz piyasasında, kontroller uygulandı. Offshore swap işlemleri sınırlandırıldı ve kısa vadeli satışlar yasaklandı. Offshore işlemlerinde düzenlemeler yapıldı. İhracat ve ithalat işlemlerinin yalnızca yabancı para cinsinde yapılmasına izin verildi. Yurtdışına yapılan yatırımlarda izin zorunluluğu getirildi. Aralık 1998’de, Malezyalıların yabancılara menkul kıymet satışı yapmasına izin verildi. Ocak 1999’da, yabancıların bazı türev piyasa işlemelerine izin verildi. Şubat ayında 12 ay ülkede kalacak uluslararası fonlara aşamalı kolaylıklar getirildi ve çıkışları üzerinde düzenlemeler yapıldı. Mart ayında, Tayland ile olan ihracat ve ithalat işlemlerinin üst sınırı artırıldı. Eylül ayında ticari bankaların, yabancı brokerlarla kısa vadeli swap işlemleri yapabilmesine izin verildi. Mart ve Haziran aylarında yabancılara ait 2000 fon için bürokratik kolaylıklar sağlandı. Eylül ayında bazı offshore bankalarının varlık artışlarına izinler verildi. Aralık ayında yabancı mülkiyetli bankaların yurtiçi kredi hacmini artırmasına izin verildi. Şubat 2001’de çıkışlar üzerindeki vergilendirmeler bazı işlemler için kaldırıldı. Mayıs ayında yürürlükte olan tüm çıkış vergileri kaldırıldı. Haziran ayında, yabancılara yönelik uygulanan tüm kontroller yürürlükten kaldırıldı. Temmuz ayında, yerli finansal kurumların yabancıların Malezya’daki gayri menkulleri satın alması için verebileceği kredilerin hacmi genişletildi. Kasım 2002’de, Malezya’daki yabancı projeleri finanse etmek için, yerli bankaların verebileceği kredi hacmi artırıldı. Aralık ayında, Malezyalıların yurtdışına yapacakları yatırımlar için koyulan döviz limiti kaldırıldı.

İspanya (1992)

Eylül 1992: Bank of Spain, para piyasası işlemleri üzerindeki düzenlemeleri geçici olarak kaldırdı ve döviz kontrolleri uygulamaya başladı. Eylül ayında, peseta devalüe edildi ve bazı kontroller kaldırıldı. Kasım ayında ise, diğer kalan kontroller yürürlükten kaldırıldı.

Tayland (1997)

Mayıs 1997: Bank of Thailand, sermaye hesabı üzerinde kısıtlamalar uyguladı. Haziran'da sermaye akımlarını sınırlandırmak için ek önlemler yürürlüğe koydu. Hisse senedi satışlarında kullanılan Baht işlemlerinde döviz kurundan dönüştürülmesi zorunluluğu getirildi. Ek kontroller getirildi ve ikili döviz kuru sistemi uygulanmaya başlandı. Eylül ayında, cari işlemler bilançosunun görünmeyen kalemlerinde ve işlemlerinde ek kontroller uygulanmaya başlandı. Ocak 1998'de, ihracat, görünmeyen işlemler ve cari işlemler transferlerinden, taahhüdün 15 yerine 7 gün içerisinde verilmesi zorunluluğu getirildi. Aynı ay içerisinde ikili döviz kuru sistemine son verildi.

Notlar: Ülkeler ve parantez içerisinde yer alan yıllar, sermaye çıkışlarındaki artışın ilk yılını veya kriz yılını göstermektedir.

Kaynak: Cardoso ve Golfajn (1998); Garcia ve Valpassos (1998); Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko ve Kirilenko (2000); Kaplan ve Rodrik (2002); Jonhson ve Mitton (2003); Goldfajn ve Minella (2005); Carvalho ve Garcia (2008); Magud, Reinhart ve Rogoff (2011) çalışmalarından yararlanarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Talo 2.4, 2.5 ve 2.6'da görüleceği üzere, sermaye kontrolleri ülkedeki mevcut ekonomik durumla ve sermaye akımlarının giriş-çıkış artışları veya azalışları nedeniyle farklılıklar göstermektedir. Sermaye kontrollerinin temel amacı olarak gösterilebilen; sermaye akımlarının yarattığı makroekonomik kırılganlıkları azaltmak, dışsal krizlerden en az şekilde etkilenmek ve krizlerden sonra daha hızlı toparlanabilmek; yukarıdaki kontrol uygulamalarının ortak noktası olarak ortaya çıkmaktadır. Ülke özelinde, kontrollerin neden ve hangi amaçla uygulandığını ve benzer sorunlarla karşılaşan ülkelerde hangi tür kontrollerin uygulanması gerektiği aşağıdaki başlıklar altında değerlendirilmektedir.

A. GİRİŞLER ÜZERİNDEKİ SERMAYE KONTROLLERİNİN KULLANIMI

Sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulayan Brezilya (1993-1997), Şili (1991-1998), Kolombiya (1993-1998), Malezya (1994), Tayland (1995-1997), Türkiye (2001-2010) ülke örneklerine ait sermaye kontrolleri uygulamaları, amaçları, etkinliği, türleri ve potansiyel maliyetleri açısından değerlendirilmektedir.

1. BREZİLYA DENEYİMİ (1993-1997)

Brezilya'nın makroekonomik görünümü, çok dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu dalgalı seyir, ödemeler bilançosundaki açık ve fazlayı takip ederek izlenebilmektedir. Brezilya 2002'ye kadar uzun süreli ve aşırı cari işlemler açıkları veren bir ülke konumundadır. 2002 yılından sonra hem ticaret fazlası hem de cari işlemler fazlası vermeye başlamıştır. Brezilya'nın kontrolleri uygulandığındaki mevcut ekonomik durumu şu şekildedir:

1990'lar boyunca Brezilya'da sermaye hesabı serbestleştirilmiş ve bu paralelde, ticaretin serbestleşmesi ve sermaye girişlerinde artışlar yaşanmıştır. Sermaye hesabının serbestleşmesi, sermaye giriş ve çıkışları üzerinde yeni düzenlemelerin yapılması gerekliliğini doğurmuştur. 1990'ların başlarında, Brezilya'daki makroekonomik durumun en önemli belirleyicisi olarak enflasyon gösterilebilmektedir. Fiyat ve ücret kontrollerini, daraltıcı para politikalarını, vergi artışını, banka mevduatlarının dondurulmasını ve mali varlık hacizlerini içeren politikalar uygulayan ülkede, bu politikalar genel olarak başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Hükümet politikalarıyla finanse edilen enflasyon beklentilerindeki artış faiz oranlarındaki büyük çaplı dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu dalgalanma ise, sıkı bir şekilde kontrol edilen döviz kuru rejimiyle birlikte sermaye girişlerinde artışa neden olmuştur. Bu girişler, 1987-1992 döneminde yabancıların sermaye kazançları üzerinde muafiyet uygulanması gibi politikalarla sermaye girişlerinin serbestleşmesi artırılarak daha da yüksek seviyelere ulaşmıştı (Garcia ve Valpassos 1998; Ariyoshi vd., 2000).

Brezilyalı politika yapımcılar, 1993'ün ortalarında kısa vadeli sermaye akımlarını azaltmak için, özellikle sabit gelirlili kıymetli evrakları dikkate alan, çeşitli kontroller yürürlüğe koymuşlardır. Bu kontroller, döviz kurundaki baskıyı ve sterilizasyon maliyetlerini azaltırken faiz oranları arasındaki farkı sürdürülebilir seviyelere çekmek için hazırlanmışlardır. Brezilya Merkez Bankası 1994'teki raporunda, yurtiçi ve yabancı varlıklar arasındaki ücret farklılıklarının azaltılacağını ve yabancı sermaye girişlerini azaltacak önlemler alınacağını belirtmiştir. Artan talebi kontrol etmek için faiz oranlarının yüksek seviyelerde tutulması gerekmektedir. Sermaye girişlerinin sınırlandırılmasına ek olarak; kısa vadeli faiz oranları arbitrajının sınırlandırılması, kısa

vadeden-uzun vadeye, hisse senedi yatırımdan-sabit sermaye yatırımına doğru sermaye akımlarının kompozisyonunun da değiştirilmesi de amaçlanmaktaydı. Kontroller, doğrudan (idari) ve dolaylı (piyasa temelli) kontrollerin çeşitli türlerinden oluşmaktaydı. Bu kontroller, piyasanın katılımıyla ve mali mühendisliğe zarar vermeyecek şekilde hazırlanmış ve gözden geçirilmişti (Cardoso ve Golfajn, 1998).

Brezilyalı yetkililer, kredilerin ortalama amortizasyon sürelerini 30 aydan 36 aya arttırmıştır. Yurtdışından gelen işçi dövizlerinin geri ödemesi 60 aydan 96 aya çıkartılmıştır. Ayrıca, dolar cinsinden borçlanmayı azaltacak ve dolar cinsinden varlıklarda artış yaratacak bankacılık düzenlemelerine gidilmiştir. Yasaklanmış fonların sermaye kanallarıyla sabit gelirli bono gibi onaylanmasını sağlamışlardır. Piyasalar sabit gelirli varlıkları tahvil gibi kullanarak; tahvil şeklinde olan sermaye girişlerini yasaklamışlardır. Sabit gelirli yatırımlar için bir sermaye kanalı oluşturup, sabit gelirli kar fonları yaratılarak; döviz kuru işlemleri üzerinde bir giriş vergisi (entrance tax) alınmaya başlanmıştı. Sabit getirili kar fonları, piyasaları bu şekilde türev stratejilerine adapte ederek gelecek yatırımlar için bir sınırlama sağlanmıştı. Hükümet tahvilleri de, bu kanallar aracılığıyla sabit getirili olarak satıldı. Ocak 1994'te kısıtlamalar genişletildi ve tüm portfolyo yatırımları üzerinde giriş ücreti alınmaya başlanmıştır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin herhangi bir kısıtlama uygulanmamıştır (Goldfajn ve Minella, 2005).

**Tablo 2.7: Dönemler İtibariyle Brezilya Ödemeler Bilançosu
(GSYİH'nın %'si) ve GSYİH Büyümesi**

| | Cari İşlemler Dengesi | Ticaret Dengesi | Sermaye ve Mali Hesaplar | Özel Sermaye Hesabı | Uluslararası Rezervler | GSYİH Büyümesi (%) |
|------------------|-----------------------|-----------------|--------------------------|---------------------|------------------------|--------------------|
| 1974-1982 | -4.80 | -1.18 | 4.73 | 3.84 | 3.75 | 5.03 |
| 1983-1994 | -0.39 | 3.95 | 1.35 | 1.01 | 4.17 | 2.54 |
| 1995-1998 | -3.41 | -0.72 | 3.87 | 3.56 | 6.80 | 2.56 |
| 1999-2001 | -4.43 | 0.06 | 3.91 | 3.47 | 6.43 | 2.14 |
| 2002-2004 | 0.37 | 4.45 | 0.51 | -0.11 | 8.92 | 2.45 |

Kaynak: Brezilya Merkez Bankası; Goldfajn ve Minella (2005).

Sermaye girişlerine uygulanan çoğu kontroller, Temmuz 1994'deki enflasyon beklentilerini kontrol altına almaya yönelik tasarlanan "Real Plan" ile birlikte devreye sokuldu. Uygulanan kontroller, ihracat kredi vadelerinin düzenlenmesinde de yarar sağladı. Bununla birlikte, sermaye çıkışları ise daha da serbestleştirildi. 1995 Meksika Krizi'nden sonra sermaye kontrolleri gevşetildi. Politika yapıcılar tarafından sermaye girişleri üzerinden alınan vergiler de artırıldı ve girişler üzerindeki kontrollerin kapsamı genişletildi. Daha sonra, faiz oranları arasındaki farklılıklar azaltıldı. 1997'de başlayan Asya ve Rusya krizleri sonucunda, sermaye girişleri üzerinde işlem vergileri azaltıldı ve dış krediler için uygulanan minimum vade süreleri daha da kısaldı. 2000'li yıllarda ise, dalgalı kur sistemi sürdürüldü. Yabancıların, finansal ve sermaye piyasalarında Brezilyalıların kullandığı tüm enstrümanları kullanabilmesine izin verildi. Son olarak, Mart 2005'te, Brezilya Merkez Bankası döviz piyasasında daha açık kurallar uygulamaya başladı (Carvalho ve Garcia, 2008).

Tablo 2.8: Brezilya'da 1974-2004 Dönemine Net Sermaye Akımlarının Bileşimi (GSYİH Oranı - %)

| | Doğrudan Yatırımlar | Hisse Senetleri | Borç Senetleri | Krediler | Ticari Krediler | Diğer Kısa-vadeli Varlıklar | Resmi Akımlar |
|------------------|---------------------|-----------------|----------------|----------|-----------------|-----------------------------|---------------|
| 1974-1982 | 0.56 | 0.03 | 0.17 | 2.86 | 0.07 | 0.20 | 0.53 |
| 1983-1994 | 0.20 | 0.02 | -0.02 | 0.40 | -0.36 | 0.12 | 0.11 |
| 1995-1998 | 2.27 | 0.56 | 0.77 | -0.18 | 0.08 | -0.91 | 0.42 |
| 1999-2001 | 0.53 | 0.86 | 1.61 | 0.62 | 0.72 | -0.61 | 0.16 |
| 2002-2004 | 3.36 | 0.36 | 0.25 | -0.68 | -0.31 | -1.10 | 0.59 |

Kaynak: Brezilya Merkez Bankası; Goldfajn ve Minella (2005).

Brezilya'da uygulanan doğrudan ve dolaylı kontroller, kısaca aşağıdaki amaçlarla uygulanmıştır. Sermaye akımlarını azaltmak için uygulanan düzenlemeler; özellikle kısa vadeli akımlar için sermaye girişlerine ilişkin mali işlemler vergisindeki artışları; kısa vadeli sermaye girişlerine minimum şekilde ihtiyaç duyulmasını ve portfolyo akımları için doğrudan kısıtlamaları içermektedir. Brezilya'daki kontrol

uygulamaları sonucunda, yukarıdaki tablolarda da görüleceği üzere, özel sermaye akımlarında azalma, ticaret dengesinde artış, uluslararası rezervlerde artış, doğrudan yatırımlarda artış ve kısa vadeli sermaye akımlarında bir azalma görülmektedir. Goldfajn ve Minella (2005) ve Carvalho ve Garcia (2008) çalışmalarının sonuçları uyarınca, bu kısıtlamalar, türev piyasalarındaki yatırımların sınırlandırılmasında (hedge fonlarındaki etki kesin olmamakla birlikte), özelleştirme onaylarında ve ilgili kıymetli evraklarda, finansal mali fonlarda, future ve opsiyon piyasalarında ve diğer borç senetlerinde istenilen amaçlara ulaşılmasında başarılı olmuştur. Aynı yazarlara göre, çıkışlar üzerinde uygulanan kontroller, uluslararası piyasalarla entegrasyonda bir engel oluşturmamasının yanında, asıl amaç olan sermaye girişlerinde de bir azalma görülmesinde başarılı olmuştur. Bu sonuçlara karşıt olarak, Cardoso ve Goldfajn (1998) ve Ariyoshi vd. (2000) bu kontrollerin, sermaye akımlarını ve bileşimini önemli ölçüde etkilediğini fakat uzun dönemde etkili önlemler olmadığını belirtmişlerdir. Brezilya sermaye kontrolü deneyiminden çıkarılabilecek ana sonuç, bu kontrollerin asıl amaçları doğrultusunda başarılı sonuçlara ulaştığıdır.

2. ŞİLİ DENEYİMİ (1991-98)

Latin Amerika'da sermaye akımlarında 1970'lerin sonunda ve 1990'larda olmak üzere iki önemli dalga yaşanmıştır. İlk dalgada, ödemeler bilançosundaki açıklar ve finansal kriz nedeniyle, üretimde ve istihdamda önemli sorunlarla karşılaşmıştır. Sermaye akımlarının ikinci büyük dalgasında ise daha iyi bir yönetim sergileyip diğer gelişmekte olan ülkelerden daha iyi bir performans göstermiştir. 1980 krizini izleyen Şili'nin olumlu ekonomik performansı, 1990-1997 yılları arasında yoğun olarak sermaye kontrolleri uygulanmasına bağlanmaktadır (Cowan ve Gregoria, 2005).

Sermaye kontrollerinin uygulandığı dönemde, sermaye girişlerini azaltmak, yerel paranın aşırı değerlenmesini engellenmek ve para politikası kontrollerini kaybetmemek için, sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulanmış ve sermaye çıkışları serbestleştirilmiştir. Bu dönemde en fazla adı geçen sermaye kontrol aracı ise, sermaye girişlerine uygulanan karşılıksız rezerv gereksinimi veya başka bir deyişle *encaje* olarak adlandırılmaktadır (Simone ve Sorsa, 1999).

Şilili politika yapıcılar, 1980'lerin başlarında yaşanan mali kriz sonucunda, geniş kapsamlı yapısal programlar ve makroekonomik reformları hayata geçirdiler. Bu programın temel amaçları, mali dengeyi sağlamak ve ihracata yönelik büyüme stratejisini kullanarak cari işlemler açıklarını azaltmak olarak gösterilebilir. Aynı dönemdeki para politikaları ise, enflasyonu baskı altına almak ve kuru rekabetçi bir seviyede tutmaktı. Bu politikalar, sterilizasyon maliyeti ve yabancı varlıkların karları arasındaki faiz oran farklarını etkileyebilen merkez bankası maliyetlerini ayarlama şeklinde gerçekleşmiştir. Haziran 1991'de, yetkililer tarafından yürürlüğe konulan kontroller, sermaye girişleri üzerinde %20 oranında kazançsız rezerv gereksinimi (encaje) bulundurulması zorunluluğunu, yabancı doğrudan ve portfolyo yatırımlarının ülkede minimum kalma süresi zorunluluğunu, yerli şirketlerin yabancı borçlanmalarında düzenlemeler yapılmasını ve sermaye işlemlerinin bankalar tarafından kayıt altına alınmasının genişletilmesi gibi uygulamalar içermektedir. Bu politikaları desteklemek için ise, sermaye çıkışları serbestleştirildi, döviz kuru bandı genişletildi ve güçlü bir mali politika uygulandı. Encaje, uzun vadeli yabancı yatırımları caydırmadan, kısa vadeli yabancı yatırımları azaltmak ve parasal otonomiyi arttırmak için uygulandı. Bu politikaların nedeni, kısa vadeli borçlardaki artış ve Şili Peso'sunun aşırı değerlenmesinin ekonomide yarattığı kırılganlıklar olarak gösterilebilir. Ayrıca encaje, aşırı sermaye girişlerini caydırmak ve aracı kurumların sermaye akımları nedeniyle karşılaşılabilecekleri riskleri azaltmak için de uygulanmaktaydı. Küçük ve dışa açık gelişmekte olan bir ekonomi durumundaki Şili'nin uyguladığı kontroller, piyasa bozukluklarını engellemek amacıyla uygulanan ikinci en iyi politikası içinde yer alabilmektedir.

Tablo 2.9: Şili Uluslararası Yatırım Pozisyonu (1980-2002)

| Milyar Dolar | 1980 | 1985 | 1990 | 1995 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu | -7.4 | -16.4 | -14.9 | -23.4 | -29.3 | -29.5 | -27.9 |
| GSYİH'ya Oranı | 25.1 | 90.3 | 44.7 | 32.6 | 39.0 | 43.1 | 41.5 |
| Sermaye Girişleri | 9.0 | 8.2 | 15.8 | 28.5 | 52.5 | 53.1 | 55.4 |
| Doğrudan Yabancı Yatırımlar | 56.4 | 10.9 | 137.7 | 2.4 | 11.1 | 11.9 | 12.3 |
| Portfolyo Yatırımları | 0 | 0 | 0 | 52 | 9.8 | 10.6 | 12.9 |
| Diğer Yatırımlar (Borç) | 4.5 | 4.9 | 8.6 | 10.7 | 16.4 | 16.1 | 14.7 |
| Uluslararası Rezervler | 4.4 | 3.2 | 7.0 | 15.2 | 15.1 | 14.4 | 15.3 |
| Sermaye Çıktıları | 16.4 | 24.7 | 30.8 | 51.9 | 81.8 | 82.6 | 83.4 |
| Doğrudan Yabancı Yatırımlar | 3.9 | 3.5 | 10.5 | 23.6 | 45.4 | 45.0 | 43.8 |
| Portfolyo Yatırımları | 1.7 | 2.2 | 5.8 | 6.1 | 9.1 | 10.3 | 11.0 |
| Diğer Yatırımlar (Borç) | 12.3 | 20.9 | 19.7 | 22.1 | 27.2 | 27.2 | 28.5 |

Kaynak: Central Bank of Chile; Cowan ve Gregoria (2005).

Encaje, doğrudan veya piyasa-temelli olarak uygulanabilen bir kontrol aracı olarak görülmektedir ve kısa dönemli sermaye akımları üzerinde, Tobin vergisi benzeri bir dolaylı vergi uygulamasından oluşmaktadır. Encaje, öncelikle, dış borçlanma üzerinde uygulanmış daha sonra ise çoğu sermaye akımını kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Encaje, kısa vadeli akımlar üzerinden daha yüksek oranda alınmış; böylelikle sıcak paranın yarattığı kırılganlıkların azaltılmasında etkili olmuştur. Şili Asya kriziyle karşılaştığında encaje oranı %30'a çıkarılmış; daha sonra, Eylül 1998'de ise kaldırılmıştır. Gerçekten de, literatürdeki bazı çalışmalara göre, Şili'deki sermaye

kontrolü deneyimi, ekonomide istenilen sonuçların yaratılmasında etkili olmuştur (Ariyoshi vd., 2000; Simone ve Sorsa, 1999; Cowan ve Gregoria, 2005). Bu kontrollerin başarılı olmasında, geniş çaplı makroekonomik reformlar, mali disiplin ve yapısal program önemli rol oynamıştır. Kontrollerin uygulandığı yıllarda, faiz oranları %25'ten %4'e, cari işlemler açıkları ortalama %3'lere çekilmiş, toplam girişler içindeki orta ve uzun vadeli sermaye akımlarının payı %23'ten %62'ye artmış ve ortalama GSYİH büyümesi %7 dolayında gerçekleşmiştir.

3. KOLOMBİYA DENEYİMİ (1993-1998)

1990'ların başlarında, Kolombiya'da, özellikle borç ve doğrudan yabancı akımları içeren özel yabancı sermaye akımlarında artışlar yaşanmıştır. Bu dönem ile birlikte, 1990 yılında GSYİH'nın %0,2 düzeyinde olan sermaye girişleri, 1997 yılında GSYİH'nın %7'si düzeylerine çıkmıştır. Sermaye girişlerindeki artış sonucunda, kapsamlı bir yapısal reform programı uygulanmaya başlandı. Bu reform programı, döviz ve ticaret sisteminin serbestleştirilmesini, faiz oranlarının kontrol edilmesini ve mali sektör düzenlemelerini içermektedir. Mali sektör düzenlemeleri olarak ise, bankacılık sisteminde düzenlemelere gidildi; tamamen yabancı mülkiyetli bankaların kurulmasına izin verildi; özellikle, kamu sektörü için yurtiçi finansmanı, özel sektör için doğrudan yabancı yatırımları dikkate alarak kredi koşullarını ve daha düşük enflasyon ve kur oranlarını içeren yeni bir finansman stratejisi ortaya konuldu. Yaşanan sermaye girişleri, dış ticaret açıklarına, döviz kurunun baskılanmasına ve rekabet düzeyinin düşmesine yol açmıştır. Kolombiyalı politika yapıcılar, sermaye girişlerinin bu olumsuz etkileri sonucunda oluşan kırılganlıkları azaltmak için kontrol uygulamalarını yürürlüğe koydular (Prasad vd., 2003; Clements ve Kamil, 2009).

Kırılganlıkları sınırlandırmak için uygulanan ilk politika, bir açık piyasa işlemi olarak kamu tahvillerinin satışı aracılığıyla etkili bir sterilizasyon politikasıdır. Fakat uygulanan sterilizasyon politikalarının, Merkez Bankası'nın pozisyonunda bir zayıflamaya neden olması yüzünden alternatif kontrol politikaları uygulamaya koyuldu. Döviz kurunu daha düşük seviyelerde tutacak ve para politikasını baskılayacak mali politikalar harekete geçirildi. 1991 yılının sonunda, peso devalüe edilerek; sermaye çıkışları üzerindeki kısıtlamalar gevşetildi (Ariyoshi vd., 2000).

Tablo 2.10: 1990-1998 Dönemine İlişkin Kolombiya Ekonomisinin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri (GSYİH Oranı - %)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Cari İşlemler Dengesi | 1.3 | 5.6 | 1.8 | -4.0 | -4.4 | -5.0 | -4.8 | -5.4 | -5.7 |
| Finansal İşlemler Dengesi | -1.5 | -6.8 | -2.2 | 4.5 | 4.0 | 4.7 | 5.3 | 6.1 | 5.9 |
| Net Özel Sermaye Akımları | 0.3 | -1.2 | 2.1 | 4.7 | 5.7 | 3.5 | 5.9 | 5.9 | 3.0 |
| Doğrudan Yabancı Yatırımlar | 1.2 | 1.1 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | 1.0 | 3.1 | 5.2 | 3.0 |
| Net Portfolyo Akımları | 0.2 | 1.5 | 0.8 | 0.0 | 0.4 | 1.7 | 1.1 | 0.1 | 1.5 |
| Genel Kamu Bütçe Dengesi | -1.1 | -0.3 | -0.9 | 0.2 | -1.1 | -0.8 | -2.4 | -3.0 | -3.4 |
| Reel GSYİH (Yıllık Değişim) | 4.3 | 2.0 | 4.0 | 5.4 | 5.8 | 5.2 | 2.1 | 3.2 | 0.4 |
| Yerel Kur Değer Kayıpları-Düzeltilmesi (Yıllık Değişim) | - | - | - | - | - | -3.6 | 26.1 | -4.5 | 17.6 |

Kaynak: IMF WEO data bankasından derlenmiştir.

Sermaye girişlerinin yarattığı baskının devam etmesi sonucunda, sermaye girişlerini azaltmaya (özellikle kısa vadeli sermaye akımları) yönelik yeni kontroller hayata geçirildi. Temmuz 1992’de, spekülatif amaçlı sermaye akımlarının azaltılması amacıyla, transfer işlemleri ve mali-olmayan hizmetler üzerinde %10 oranında bir stopaj vergisi (Tobin Vergisi benzeri) uygulandı. 1993 yılı Eylül ayında ise, yabancı borçlanmayı engellemek için, kazançsız rezerv gereksinimi (kazançsız zorunlu karşılıklar) şeklinde bir sermaye kontrolü uygulanmaya başlandı. 1994’ün başında, ticaret ortaklarının enflasyon farklarına dayalı -/+%7’lik bir kur bandıyla oluşturulan sürünen kur politikası yürürlüğe getirildi. Karşılıksız rezerv gereksinimi, vadesi 18 aya

kadar olan kredileri sınırlandırmak amacıyla kullanıldı. Ayrıca bu politika, aşırı sermaye girişlerinin devam ettiği süreçte, kısa vadeli sermaye akımlarını engellemek amacıyla pek çok kez uyarlandı. Bunun yanında, aynı süreçte, kazançsız rezerv gereksinimi oranlarına bağlı olarak stopaj vergisinde de pek çok ayarlamalar yapıldı. 2000 yılına kadar kazançsız rezerv gereksinimi politikası uygulanmaya devam edilmiştir. Zorunlu karşılık politikasının uygulanmasına rağmen, özel sermaye girişlerinin sermayeye oranı 1993 yılında %5'ten 1996 yılında %8'e çıkmıştır. Borç akımları GSYİH'nin %3.2'si oranında seyretmeye devam etmiştir. Bunun yanında, orta ve uzun dönem özel dış borç akımlarının vadesi, 1993 yılında GSYİH'nin %40'ı iken, 1996 yılında %70 oranına yükselmiştir. Cardenas ve Barrera (2007) çalışmalarında, kazançsız rezerv gereksinimi politikasının, sermaye girişlerinin azaltılmasında ve borç akımı vadelerinin uzatılmasında etkili sonuçlar ortaya koyduğunu belirtmişlerdir (Cardenas ve Barrera, 2007).

Merkez Bankası 2007 yılının Mayıs ayında, yabancı borç akımlarına ilişkin zorunlu karşılıkları yeniden düzenlenmiştir. Zorunlu karşılıklar, 6 aya kadar olan yabancı kredi ödemelerinin %40'ı oranına; 12 aya kadar olan yabancı kredi ödemelerinin ise %11'ine yükseltildi. Bu politika Eylül 2008'de kaldırılana kadar uygulanmaya devam etmiştir. Kolombiyalı politika yapımcılar, daha çok portfolyo akımları üzerinde kısıtlamalar uygulamayı tercih etmişlerdir. Ayrıca onlar, 2004-2006 yılları arasında yurtdışından gelen kısa vadeli sermaye akımlarını tamamen yasaklamışlardır. 1991 yılından sonra Kolombiya'da uygulanan bu ikinci sermaye kontrollerinin de, amaçları doğrultusunda bakıldığında çok anlamlı olduğu söylenememektedir. Concha, Galinda ve Vasquez (2011) çalışmalarında, 1998-2008 yılları arasında uygulanan sermaye kontrollerinin, etkili ve yararlı olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Buna karşın yazarlar, Kolombiya'da uygulanan sermaye kontrollerinin, kısa-uzun vadeli sermaye akımlarındaki ve döviz kurundaki dalgalanmaları azalttığı sonucuna da ulaşmıştır (Concha vd., 2011).

4. MALEZYA DENEYİMİ (1994)

Malezya ekonomisi 1990'ların başlarından itibaren, hem uzun vadeli hem de kısa vadeli aşırı sermaye akımlarının girişlerine sahne olmuştur. 1990-1993 yılları

arasında uzun vadeli sermaye girişleri, GSYİH'nin %5.7'sinden %8.2'sine; kısa vadeli sermaye girişleri ise GSYİH'nin %1.2'sinden %8.9'u seviyesine yükselmiştir. Bu aşırı sermaye girişleri sonucunda, Malezyalı yetkililer, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla daha yüksek faiz oranı politikası ile kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak için uygulanacak politikalar arasında bir tercih yapmak zorunda kalmışlardır.

Bu ekonomik durum karşısında politika yapıcılar, politika tercihi olarak ilk sıraya, ani çıkışlar yapabilen ve genellikle spekülatif amaçlarla ülkeye giren kısa vadeli sermaye akımlarını kontrol altına almaya karar vermişlerdir. Bu amaçla, parasal kontrol ve döviz piyasası önlemlerinin bir bileşimi kullanılarak, finansal piyasaların istikrarı tekrar sağlanmaya çalışılmıştır. Döviz kurunun esnekliği politikalarla desteklenmesinin yanında, yoğun sterilizasyon politikaları da uygulanmıştır. Sterilizasyon politikası, Bank Negara Malaysia'nın aşırı sterilizasyon maliyetleriyle karşılaşmasına neden olmuştur. Açık piyasa işlemleriyle sermaye girişlerinin kontrol altına alınamamasıyla birlikte, etkin olmadığına yönelik literatürde çalışmalar mevcuttur. Bu politikalara ek olarak, parasal politika araçları ve sıkılaştırıcı mali politikalar da uygulanmıştır (Ariyoshi vd., 2000).

Tablo 2.11: 1990-1998 Dönemine İlişkin Malezya Ekonomisinin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri (GSYİH Oranı - %)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--|------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|
| Cari İşlemler Dengesi | -2.1 | 8.8 | -3.8 | -4.8 | -7.8 | -10.0 | -4.9 | -5.1 | 12.9 |
| Finansal İşlemler Dengesi | -0.5 | 7.0 | 1.4 | -2.2 | 8.4 | 8.3 | 4.1 | 8.8 | -11.0 |
| Net Özel Sermaye Akımları | 3.3 | 9.1 | 12.8 | 16.2 | 3.8 | 6.4 | 6.7 | 5.0 | -4.3 |
| Doğrudan Yabancı Yatırımlar | 5.5 | 8.3 | 8.9 | 7.8 | 6.0 | 4.8 | 5.8 | 7.0 | 2.8 |
| Net Portfolyo Akımları | 2.6 | 1.8 | 2.3 | 7.0 | -0.6 | 1.7 | 0.8 | -3.7 | -2.0 |
| Genel Kamu Bütçe Dengesi | -2.2 | 0.1 | -2.6 | -2.3 | 0.9 | 3.7 | 4.8 | 3.5 | -1.1 |
| Reel GSYİH (Yıllık Değişim) | 9.6 | 8.6 | 7.8 | 8.3 | 9.3 | 9.4 | 8.6 | 7.7 | -6.7 |
| Yerel Kur Değer Kayıpları-Düzeltilmesi (Yıllık Değişim) | -3.1 | 10.1 | 3.9 | 1.5 | 8.1 | 0.3 | 3.5 | -19.0 | 4.6 |

Kaynak: IMF WEO data bankasından derlenmiştir.

Malezya ekonomisinde yaşanan bu gelişmeler sonucunda, 1994 yılının başlarında sermaye kontrolleri uygulanmaya başlamıştır. Bu kontroller ile birlikte, bankaların yurtdışından kısa vadeli borçlanmalarını sınırlandırmak amacıyla; Malezyalıların 1 yıldan kısa vadeli para piyasası senetlerini yabancılara satışını yasaklanmış; bununla birlikte ticari bankaların yabancılarla olan ticari olmayan swap ve forward işlemleri de yasaklanmıştır. Bankaların asimetric açık pozisyonlarına bir üst sınır getirilmiştir. Son olarak ise, ticari banka fonlarının belirli bir kısmını Merkez Bankası'nda faizsiz olarak Ringgit (Malezya para birimi) hesaplarına tutması zorunluluğu getirilmiştir. Bu kontroller, faiz politikasında bir rahatlama ve sterilizasyon maliyetlerinde bir azalma sağlamıştır. 1994 yılında uygulanan kontrollerin, aşırı değerli ringgit değerinin düşürülmesinde ve hisse senedi piyasalarının düzenlenmesinde negatif

etkisinin olduğu söylenebilmektedir. Malezya'nın 1994 sermaye kontrolleri deneyiminden birkaç önemli sonuç ortaya çıkmıştır. İlk dikkat çeken nokta, sermaye girişlerinin aşırı veya çok az olmasından kaçınılması gerekmektedir. Diğer bir önemli nokta, kontrol uygulamaları parasal ve döviz kuru politikalarının bir bileşimi olarak tasarlanmalı ve sürekli olmalıdır (Ariyoshi vd., 2000; Kaplan ve Rodrik, 2002; Cozzi ve Nissanke, 2009).

5. TAYLAND DENEYİMİ (1995-1997)

Taylandlı yetkililerin sıkı parasal ve finansal politikalarına karşın, Tayland ekonomisi 1993 yılının ortalarında, aşırı ısınma belirtileri göstermekteydi. Oluşan talep baskısı, cari işlemler açıklarını artırmakta ve daha yüksek enflasyon seviyelerine neden olmaktadır. Sermaye girişleri yüksek oranda serbestleştirilmişti fakat 1984'den beri sabit döviz kuru sistemi uygulanmaktaydı. Uluslararası faiz oranları ile yurtiçi faiz oranları arasındaki büyük fark nedeniyle, net sermaye girişlerinde dalgalanmalar görülmekteydi. Kısa vadeli sermaye girişleri 1993 yılında, toplam girişlerin %60'ı düzeyindeydi ve bu kısa vadeli akımlar genellikle, bankacılık sektörü borçlanmalarından oluşmaktaydı. Taylandlıların dış borçlanma olanaklarını artırmak için çeşitli vergi teşvikleri getirildi. 1995 yılının başlarında, yüksek enflasyon, sabit döviz kuru sistemi ve parasal politikadaki yetersizlikler nedeniyle, sermaye girişlerinin hacmi ve hareketliliğinde önemli artışlar görülmekteydi. Sıkı mali politikalar ve sabit döviz kuruyla, kredibilite ve istikrar sağlanmaya çalışılırken; sermaye çıkışları da engellenmekteydi (Ariyoshi vd., 2000; 51).

1995 yılındaki ekonomik durum karşısında, Taylandlı politika yapıcılar parasal, ihtiyatı, piyasa temelli kontrolleri kullanarak sermaye girişlerinin yarattığı kırılganlıkların üstesinden gelmeye çalışmıştır. Mart 1995'te, sermaye girişlerinin yarattığı enflasyonist baskıyı azaltmak ve kredi hacmini daraltmak için politika faiz oranını arttırmışlardır. Kredi uygulamalarının kapsamını genişletmişler; borç-karşılık oranını indirmişler ve sterilizasyon operasyonlarını arttırmışlardır. Ağustos 1995'te sermaye akımlarını doğrudan etkileyen aşağıdaki önlemler alınmıştır. Bu önlemlerden ilki, dış borçlanmayı caydırmak için kısa vadeli yabancı döviz pozisyonlarına sınırlama getirilmiştir. Diğer bir önlem, bankaların döviz işlemleri ve türev piyasası işlemlerine

risk unsurlarını kontrol altına almak için, raporlama zorunluluğu koyulmuştur. Yabancıların Baht (Tayland para birimi) hesaplarının, 1 yıldan kısa vadeli ve mali kurumların kısa vadeli dış borçlanmalarına için zorunlu karşılık oranı %7 olarak uygulanmıştır. Uygulanan bu kontroller, ekonomik işlem hacminde ve dış borçlanmada bir azalmayla sonuçlanmıştır. Dahası, 1995 yılının sonunda, ABD faiz oranlarının azalması sonucunda sermaye girişlerinde yeniden bir artış görülmektedir. Net toplam sermaye girişleri, 1994 yılında GSYİH'nın %8.5'inden, 1995 yılında %13.1'ine yükselmiştir. Bu artış, hem uzun vadeli hem de kısa vadeli sermaye girişlerinin artışından kaynaklanmaktadır. Özel uzun vadeli sermaye girişleri, 1994 yılında 4.6 milyar dolardan, 1995 yılında iki katına çıkarak 8.11 milyar dolara yükselmiştir. Kısa vadeli sermaye girişleri ise, 1994 yılında 7.4 milyar dolar iken, 1995 yılında 12.7 milyar dolara çıkmıştır (Reinhart ve Edison, 2001a).

Sermaye girişlerinde süren bu artış trendi nedeniyle, yetkililer, sermaye kontrollerinin ikinci ayağını devreye sokmuşlardır. Onlar kurun aşırı değerlenmesine yol açacağı, cari işlemlerde bozulmalara yol açacağı ve bankacılık sistemini zayıflatması ihtimaline karşılık serbest kur sistemini uygulamak istememişlerdir. Zorunlu karşılık oranı, ticari bankaların ve BIBF (Bangkok International Banking Facilities) kısa vadeli işlemlerini kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Ticari bankaların minimum sermaye yeterlilik oranları da artırılmıştır (Magud ve Reinhart, 2006).

Tablo 2.12: 1990-1998 Dönemine İlişkin Tayland Ekonomisinin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri (GSYİH Oranı - %)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Cari İşlemler Dengesi | -8.3 | -7.5 | -5.5 | -5.0 | -5.4 | -7.9 | -7.9 | -1.9 | 12.4 |
| Finansal İşlemler Dengesi | 6.7 | 7.3 | 6.0 | 5.3 | 5.6 | 9.1 | 8.1 | 3.1 | -13.1 |
| Net Özel Sermaye Akımları | 12.8 | 10.7 | 8.7 | 8.3 | 8.6 | 12.9 | 5.7 | -7.6 | -16.9 |
| Doğrudan Yabancı Yatırımlar | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.0 | 1.3 | 1.4 | 2.5 | 6.3 |
| Net Portfolyo Akımları | 2.3 | 0.3 | 0.0 | 4.2 | 1.6 | 1.2 | 1.8 | 2.2 | 8.0 |
| Genel Kamu Bütçe Dengesi | 4.7 | 4.8 | 2.8 | 2.2 | 1.9 | 3.0 | 2.5 | -0.8 | -2.6 |
| Reel GSYİH (Yıllık Değişim) | 11.6 | 8.1 | 8.2 | 8.5 | 8.6 | 8.8 | 5.5 | -1.3 | -9.4 |
| Yerel Kur Değer Kayıpları-Düzeltilmesi (Yıllık Değişim) | 7.4 | 5.8 | 4.7 | 4.2 | 5.3 | 3.7 | 1.0 | 5.5 | 21.8 |

Kaynak: IMF WEO data bankasından derlenmiştir.

Sermaye kontrollerinin uygulanması sonucunda, Tayland'a giren kısa vadeli sermaye akımlarında azalmalar görülmüştür. Bununla birlikte, orta ve uzun vadeli sermaye girişlerindeki artış trendi devam etmiştir. 1995 yılında net sermaye girişleri içindeki kısa vadeli sermaye girişlerinin oranı %62'den 1996 yılında %32'ye düşmüştür. BIBF (Bangkok International Banking Facilities) kredilerinin vadesi 1995 yılında %14 iken 1996'da %32.4'e yükselmiştir. Toplam borç içinde kısa vadeli borçların oranı %50'den %43'e düşmüştür. Yabancıların açtığı baht hesaplarında azalmalar görülmüştür. Tayland'da uygulanan sermaye kontrolleri deneyimi, bazı amaçları açısından yararlı gözükse de; Tayland ekonomisinin, cari işlemler geri

dönüşleri ve krizlerle karşılaşmasını engelleyememiştir (Ariyoshi vd., 2000; Reinhart ve Edison, 2001a; Reinhart ve Edison, 2001b).

6. TÜRKİYE DENEYİMİ (2001-2010)

Türkiye ekonomisi, uluslararası likiditedeki dalgalanmaların neden olduğu sermaye girişlerindeki azalmalar ve sermaye çıkışlarındaki ani artışlar sonucunda, ekonomideki yapısal problemlerin de etkisiyle ciddi krizlerle karşılaşmıştır. Sermaye hesabı dışa açık ve sermaye, mal ve hizmet piyasaları yurtdışı piyasalarla rekabet edebilecek düzeyde bulunmayan gelişmekte olan bir ülke statüsünde bulunan Türkiye, ilgili dönemde ciddi dışsal kaynaklı krizlerle karşılaşmıştır. Bu dönemde, sterilizasyon ve dezenflasyon politikaları uygulansa bile, Brezilya'da olduğu gibi bu politikaların bankacılık kesimine yönelik olarak genişletilmemesi ve politik istikrarın sağlanamamasından istenilen sonuçları yaratamamıştır. Bunun yanında, faiz oranlarının çok yüksek seviyelere çıkması da, 1994 Krizi'nden gerekli derslerin çıkarılmadığını göstermektedir.

Türkiye sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaları kaldıran ve hiçbir engel uygulamayan; sermaye hesabı ve ticareti dışa açık bir ekonomidir. 1989 yılında IMF anlaşmasının 8. maddesine kabul edilmesi sonucunda, dış piyasalarla birleşmesini hızlı bir şekilde tamamlamış fakat, yüksek kamu borcunun ve yüksek reel faizlerin görüldüğü bir ekonomiye sahipti. Serbestleşmenin başarısı, ekonominin kendi şartlarına göre piyasa serbestleşmelerinin düzenlenmesinden ve sıralamasından geçmektedir. Türkiye'de ise, rekabetçi konuma gelmeden yurtdışına açılan piyasalarda spekülasyon hareketleri ve tekellerin oluşumları görülmüştür. Özellikle, bankacılık sektörü ilgili dönemde pek çok kırılganlık içermekteydi; bunun yanında Merkez Bankası, mali finansman ve borç ödenmesi için kullanılmaktaydı (Altinkemer, 2005; 24).

Yüksek bütçe açıkları ve artan reel faiz oranları, sıcak paranın ekonomiye çok yoğun bir şekilde akmasına neden oldu. Aşırı sermaye girişleri, TL'nin aşırı değerlenmesine yol açtı ve ihracat azalma eğilimine girerken, ithalatın pahalılaşması nedeniyle maliyet enflasyonu da artmaya başladı. Cari işlemlerdeki açıklar ise daha da artarak, dış finansman ihtiyacının da artmasına neden oldu. Sermaye hesabındaki

kısıtlımların kaldırılması ise, kamu borçlanmasının yerini özel sektör borçlanmasının almasına ve kırılmalıkların özel sektörde de oluşmasına neden olmuştur.

Tablo 2.13: Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımları (1993-2002)

| Milyon \$ | Portfolyo Akımları | Kısa Vadeli Krediler | Toplam |
|-----------|--------------------|----------------------|--------|
| 1993 | 190 | 3380 | 3578 |
| 1994 | 1059 | -6732 | -5673 |
| 1995 | -149 | 1247 | 1098 |
| 1996 | -761 | 776 | 15 |
| 1997 | -140 | 1310 | 1170 |
| 1998 | -6132 | 482 | -5650 |
| 1999 | 209 | 2010 | 2219 |
| 2000 | -5230 | 4869 | -369 |
| 2001 | -4611 | -6869 | -11480 |
| 2002 | -1284 | -1458 | -2742 |

Kaynak: TCMB EVDS verileri ve Altınkemer, 2005; s. 25.

1994 Krizi öncesinde, ekonomi çok ısınmıştı; cari işlemler açıkları, GSYİH'nın %5'i seviyesine çıkmıştı; yüksek enflasyon ve yüksek faizlerin yanında, yapısal problemleri olan bir bankacılık sistemi bulunmaktaydı. 1994 yılına kadar, net sermaye girişlerinin sadece %29'u rezerv artışında değerlendirilmiş, geri kalanı ise, cari işlemler açığının finansmanında kullanılmıştır. 1994 yılının başında, kredi derecelendirme kuruluşları, Türkiye'nin notunu düşürdü ve siyasi istikrarsızlıkla beraber ani sermaye çıkışlarının başlaması sonucunda, Dolar karşısında TL yaklaşık olarak %130 oranında devalüe olmuştur. Faiz oranları %700 civarına ve enflasyon oranı ise %60'tan %103'e yükselmiştir. 1993 yılında net sermaye girişleri, 4.7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmişken; 1994 yılında net sermaye çıkışları, 6.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir (Altınkemer ve Ekinci, 1992; 18-22).

Kriz sonucunda IMF ile acil olarak anlaşma imzalanmıştır. Fakat, ekonomide yapısal olarak yer alan sorunları düzeltilmemiş ve bu sorunlar 2000 yılına kadar büyüyerek artmıştır. Aralık 1999'da, 20 yıldır devam eden kronikleşmiş enflasyon sorununu ortadan kaldırmak için, "dezenflasyon programı" uygulanmaya başlanmıştır. IMF bu programı desteklemiştir ve program, faiz oranlarının düşürülmesinde etkili olmuştur. Fakat, 1999'un sonunda kamu fiyatlarındaki yüksek artış, faiz oranlarındaki düşüşü yavaşlatmıştır. 1999'un ikinci yarısında özelleştirmeler yavaşlamış, cari işlemler açıkları artmış ve faiz oranları artmaya başlamıştı. Kısa vadeli yabancı borçlar, yabancı döviz rezervlerinin %140'ına çıkarak, 28.3 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bankacılık sektörü açık pozisyonlarında, 20-25 milyar dolar civarında bir artış görülmüştür. Cari işlemler açığı, 1999 yılında %-0.7 seviyesinden, 2000 yılında %-4.9 seviyesine yükselmiştir. Likidite krizi baş göstermiş ve finansal piyasalar krize girmiştir. Böylelikle, IMF ile ek bir mali yardım paketi imzalanmıştır. 2001 Şubat ayındaki zirveye kadar finansal piyasalardaki düşüş sürmüştür. Sabit kur (kur çapası) uygulaması, kurlardaki artışı sınırladığından faiz oranlarındaki artışlar, kısa vadeli sermaye girişlerini teşvik etmiştir. Para kurulu uygulamasına dayalı olarak likidite yaratmanın, dış sermaye girişlerine bağlanmış olması nedeniyle, dış sermaye girişlerinin azalması likidite artış hızını da yavaşlatmıştır. Likidite pozisyonunun sıkışması ise kısa süreli faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Faiz artışları bankacılık sektöründe büyük ölçüde olumsuz etkiler doğurmuştur. Faiz artışları, yabancı yatırımcılar açısından uygulanan programın sürdürülebilirliğine karşı endişe yaratmıştır. 2000 yılı Eylül'ünün ikinci yarısında, kısa süreli faizlerdeki artışlar bono ve tahvil fiyatlarında şiddetli düşüşlere yol açmıştır. Yabancı yatırımcıların fonlarını dışarıya çıkartmaya başlaması ile Merkez Bankası bir günde 7.5 milyar dolarlık satış yapmıştır, fakat, spekülasyon saldırılar karşısında kısa vadeli akımlar için yeterli rezerv satışını gerçekleştirememiştir. Program tarafından belirlenen TL kuru, faiz oranı ve döviz kurlarıyla olan makasın açılması sonucunda %40 oranında değer kaybetmiştir. 2001 yılının Mayıs ayı ortalarında, IMF destekli "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulanmaya başlanmıştır. Reformların gerçekleştirilmesi için yeni bir niyet mektubu gönderilmiş ve finansal piyasalara ek 8 milyar dolarlık yardım yapılmıştır (Seyidoğlu, 2003; 145).

Tablo 2.14: Türkiye Ekonomisinin Temel Ekonomik Göstergeleri (%) (1996-2002)

| | Kısa Vadeli Dış Borçlar | Cari İşlemler Açıkları/GSYİH | REKİ* | Enflasyon | Faiz Oranları | Büyüme |
|------|----------------------------|---------------------------------|-------|-----------|------------------|--------|
| 1996 | 17.0 | -1.3 | -1.2 | 75.2 | 132.2 | 7.0 |
| 1997 | 17.6 | -1.4 | 13.8 | 98.3 | 106.8 | 8.3 |
| 1998 | 20.2 | 1.0 | 4.3 | 66.5 | 115.5 | 3.9 |
| 1999 | 22.2 | -0.7 | -1.2 | 60.5 | 104.6 | -6.1 |
| 2000 | 28.3 | -4.9 | 15.9 | 38.9 | 36.2 | 6.3 |
| 2001 | 16.2 | 2.4 | -21.0 | 71.11 | 99.57 | -9.5 |
| 2002 | 15.1 | -1.0 | 8.0 | 30.54 | 63.5 | 7.8 |

Notlar: *, Reel efektif kur indeksidir, 1995=100.

Kaynak: TCMB EVDS Verileri

2000-2001 Krizi sonucunda, bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmış, yapısal reformlar daha istikrarlı bir şekilde sürdürülmüştür. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ile ilgili olarak, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilen bankaların sermaye yapıları güçlendirilmiş, devlet bankalarının görev zararları piyasa faizini taşıyan devlet tahvilleriyle ödenmiştir. Özel bankaların da sermaye yeterlilik oranları yeniden sağlanıncaya kadar temettü ödemeleri ertelenmiş, sermaye artırımına gitmeleri zorunluluğu getirilmiştir. Bankalar Kanunu'nda, Avrupa Birliği standartlarına uyum sağlamak için değişiklikler yapılmıştır. Mali alanda da kamu borçlarının dönüşümünün sağlanmasına ağırlık verilmiştir. Bunun yanında, 2001 yılı sonrasında uluslararası likiditedeki artışlar, ekonomideki reformların istikrarlı şekilde devam etmesini ve olumlu bir ekonomik konjonktürün yaratılmasında rol oynamıştır. Bankacılık sektörünün daha güçlü olarak yeniden düzenlenmesi, Irak Savaşı'nın ve Küresel Mali Kriz'in ekonomiye olan olumsuz etkilerinin sınırlı kalmasında yardımcı olmuştur. 2007 yılında sermaye girişlerini artırmak amacıyla, yabancı yatırımcıya yönelik birkaç düzenleme yapılmıştır. Bunlar, yerli yatırımcının faiz kazancı elde etmek için yatırdığı paranın gelirinden %10 stopaj vergisi kesilmektedir. Fakat, aynı amaçla yatırım yapan yabancı kaynaklı yatırımcıların gelirleri, vergiye tabi değildir. Aynı şekilde, borsada yatırım yapan yerli yatırımcılar hisse senetlerini 1 yıldan önce elden çıkarırlarsa, alım-satım arasındaki fark için %10 vergi ödemektedirler. Ancak, yabancı

yatırımcılar (yurtdışı bankalar aracılığıyla paralarını yurtiçi kaynaklara yönelten yerli yatırımcılar dahil) hiç vergi ödememektedir. Son olarak da, yeni finansal araçlardan olan türev işlemlerinden vergi alınmamaktadır. Uluslararası likiditedeki istikrarsızlık ve cari işlemler açısından kaynaklanan dış kaynak ihtiyacı nedeniyle de, 2010 yılında stopaj vergileri kurumsal yatırımcılar için % 0'a ve yerleşik olup olunmamasına bakılmaksızın tüm bireysel yatırımcılar için ise % 10'a indirilmiştir.

B. ÇIKIŞLAR ÜZERİNDEKİ SERMAYE KONTROLLERİNİN KULLANIMI

Sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan Malezya (1997), İspanya (1992), Tayland (1997-1998) ülke örneklerine ait sermaye kontrolleri uygulamaları, amaçları, etkinliği, türleri ve potansiyel maliyetleri açısından değerlendirilmektedir.

1. MALEZYA DENEYİMİ (1997-1999)

Malezya, sermaye akımlarının serbest olduğu, açık bir ekonomiye sahiptir. 1997'deki Asya Krizi sonucunda, diğer bölge ekonomilerindeki gelişmelerle benzer şekilde, Ringgit (Malezya para birimi) değeri, baskı altına girmiştir. Kriz, bankacılık sistemini yapısal olarak zayıflatmış ve bölgesel borçlanma olanaklarını azaltmıştır. Offshore döviz tacirleri, Ringgit'in kısa vadede değer kaybedeceği beklentisi içine girmişlerdir. Bu nedenle, fonlardan sermaye çıkışları yaşanmış ve offshore ringgit faiz oranları-yurtiçi faiz oranları arasındaki makas açılmıştır. Malezyalı yetkililer ise, faiz oranı farkları arasındaki bu ilişkiyi kırmaya çalışmışlardır. Fakat sermaye kaçıışı devam etmiştir. Bu çıkışlar, ekonomideki kırılganlıkların artmasına neden olmuştur.

Malezya 1994'te uyguladığı sermaye girişleri üzerindeki kontrollerden sonra 1998-99 yıllarında, sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulamıştır. Malezya dünyanın en büyük hisse senedi piyasası kapitalizasyon oranına sahip ülkedir ve bu oran GSYİH'sının %310'u büyüklüğündedir. Örneğin, bu oran ABD'de %116, Kore'de %29'dur. Hisse senedi fiyatlarında artışa neden olan bu oran, 1997'nin ortalarında Asya Krizi'yle birlikte bir yurtiçi borçlanma krizinin oluşmasına neden olmuştur. Bu dönemde Malezya'nın yurtiçi borçlanmasının GSYİH'ya oranı %170 seviyesindedir. Tayland Krizi sonrasında ise, sermaye akımları üzerinde ilk olarak ortodoks dengeleme

politikaları uygulanmıştır. Bu politikalar, IMF paket programlarının bir benzeri olarak görülmekteydi ve sonucunda, hükümet harcamalarında azalmalara ve ringgit değerinin düşmesinde yavaşlamalara neden olmuştur. Malezya ekonomisinde, bu ortodoks politikalar sonucunda, ciddi kırılmalıklar oluşmuştur. Bu süreçte, tüketim-yatırım azalmaları, daha yüksek faiz oranları ve geleceğe yönelik karamsar beklentiler ortaya çıkmıştır (Perkins ve Woo, 2000; Kaplan ve Rodrik, 2002).

Bu ekonomik koşullar altında Eylül 1998'de Malezya hükümeti, heterodoks politikalar içeren bir paketle, sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulamaya başlamıştır. Bu kontrollerin öncelikli amacı, ringgit üzerindeki spekülasyon hareketleri sona erdirmektir. Spekülasyonların çoğu, kısa vadeli alım-satımlara ve off-shore hesaplarına bağlı olarak yapılmaktaydı. Yurtdışına çıkarılacak tüm Ringgit varlıklara kayıt altında tutulma zorunluluğu getirilmiştir. Ringgit değeri, 1 doların 3.8'i oranında sabitlenmiştir. Ringgit değerinin sabit tutulması, Şubat 1999'a kadar uygulanmıştır. Ringgit'in değer kaybını azaltmak için, Malezya hükümeti, yabancıların yapılmış veya yapılacak olan yatırımlarını 1 yıldan daha kısa vadede yurtdışına çıkarmama zorunluluğunu yürürlüğe koymuştur. Bank Negara, talebi canlandırmak için açık piyasa işlemlerinde uyguladığı faiz oranını, %9.5'ten %8'e indirmiştir. Kontrollerin bir diğer amacı da, reel ekonomiyi canlandırmak için faiz oranlarını indirmektir. Yurtiçi ve uluslararası kredi işlemleri sıkı bir şekilde kontrol edilmeye başlanmıştır. Fakat, ringgit ile yapılan uluslararası ticari ve finansal işlemlere izin verilmiştir. Malezya'daki ringgit varlıklarının satışına, döviz satışına ve ücretlere sınırlama getirilmiştir. Ayrıca, ringgit fonlarının belirli bir kısmının zorunlu karşılık olarak Merkez Bankası'nda tutulması zorunluluğu, yürürlüğe koyulmuştur. Malezya'da 1997 yılında yaşanan sermaye kaçıışı sonucunda uygulanan sermaye kontrolleri, genel olarak, uygulanma amaçları, politik irade ve makroekonomik istikrar açısından olumlu sonuçlar vermiştir (Kaplan ve Rodrik, 2002; Cozzi ve Niskanen, 2009).

Tablo 2.15: Malezya Ekonomisinin Seçilmiş Göstergeleri (%) (1990-2010)

| | GSYİH Büyüme Oranı | Cari İşlemler Açığı/ GSYİH | Enflasyon Oranı | İşsizlik Oranı |
|------|--------------------|----------------------------|-----------------|----------------|
| 1990 | 9.00 | -2.08 | 3.04 | 5.05 |
| 1991 | 9.54 | -8.48 | 4.32 | 4.34 |
| 1992 | 8.93 | -3.67 | 4.77 | 3.71 |
| 1993 | 9.89 | -4.53 | 3.54 | 3.02 |
| 1994 | 9.19 | -7.44 | 3.68 | 2.94 |
| 1995 | 9.87 | -9.58 | 3.46 | 3.14 |
| 1996 | 10.03 | -4.35 | 3.47 | 2.51 |
| 1997 | 7.31 | -5.83 | 2.65 | 2.44 |
| 1998 | -7.28 | 13.00 | 5.29 | 3.19 |
| 1999 | 6.01 | 15.68 | 2.73 | 3.42 |
| 2000 | 8.72 | 9.04 | 1.55 | 3.00 |
| 2001 | 0.51 | 7.85 | 1.42 | 3.53 |
| 2002 | 5.39 | 7.95 | 1.79 | 3.47 |
| 2003 | 5.78 | 11.98 | 1.07 | 3.61 |
| 2004 | 6.78 | 12.08 | 1.42 | 3.54 |
| 2005 | 5.33 | 15.00 | 2.93 | 3.53 |
| 2006 | 5.84 | 16.43 | 3.62 | 3.32 |
| 2007 | 6.48 | 15.91 | 2.02 | 3.20 |
| 2008 | 4.80 | 17.70 | 5.40 | 3.30 |
| 2009 | -1.63 | 16.49 | 0.60 | 3.60 |
| 2010 | 7.19 | 11.49 | 1.70 | 3.30 |

Kaynak: IMF WEO data bankasından derlenmiştir.

Kaplan ve Rodrik (2002) çalışmalarında, Asya Krizi'nden diğer ülkelere nazaran daha hızlı çıktığı sonucuna varmıştır. Ariyoshi vd. (2000) çalışmalarında ise, ringgit piyasalarına yönelik spekülatif amaçlı yatırımların engellenmesinde sermaye kontrollerinin başarılı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kawai ve Takagi (2003), sermaye

çıkışları üzerine uygulanan kontrollerin, spekülâtif akımları azalttığı ve yapısal reformlar için gerekli olan zamanı kazandırdığını belirtmiştir. Johnshon ve Mitton (2003) ve Johnson vd. (2007), sermaye kontrollerinin politik ekonomi ve kurumlar üzerindeki etkilerini araştırmışlar ve kontroller sonucunda politik iradenin, makroekonomik istikrarın ve kurumların olumlu etkilendiğini kanıtlamışlardır. Cozzi ve Nissanke (2009), Malezya’da 1998 yılında uygulanmaya başlanan sermaye kontrollerinin, ekonomik göstergelerdeki iyileşme ve krizden diğer ülkelere nazaran daha hızlı çıkabilmesi açısından olumlu sonuçlar verdiğini göstermişlerdir. Ayrıca Cozzi ve Nissanke (2009), sermaye kontrollerinin, bankacılık düzenlemeleri ve yapısal düzenlemeleri olumlu etkilediği sonucuna varmışlardır.

2. İSPANYA DENEYİMİ (1992)

İspanya 1986 yılında Avrupa Birliği’ne (AB) katıldıktan sonra, AB zorunlulukları doğrultusunda, kademeli olarak sermaye hesabını serbestleştirdi. AB üyeliği öncesinde, serbest sermaye akımlarının yurtiçi finansal piyasalarda bozulmalara neden olacağı ve para politikalarının otonomisini azaltacağı kaygılarıyla sermaye kontrolleri uygulanmadı. 1986 sonrası İspanya’da, özel sektör dış borçlanmalarında, doğrudan yabancı yatırımlarda, ticari bankaların döviz işlemlerinde, menkul kıymetlerde, forward işlemlerinde, yurtiçi piyasalardaki yabancı varlık işlemlerinde, yerleşiklerin döviz hesaplarında, kademeli olarak serbestleştirme politikaları izlenmiştir (Ariyoshi vd., 2000; 55).

İspanya’nın uluslararası sermaye piyasalarına daha fazla entegre olması sonucunda, yurtiçi ve uluslararası faiz oranları arasındaki fark artmıştır. Bu faiz oranları arasındaki yüksek fark, sermaye girişlerinde artışlara neden olmuştur. Bu durum sonucunda, 1980’lerin sonlarında bazı kısıtlama önlemleri alınmaya başlanmıştır. Bu kısıtlamalar, vadesi bir yıldan az olan yurtiçi yerleşiklerin dış borçlanmaları üzerinde; ayrıca, bankaların ve yerleşiklerin dış borçlanmaları üzerine uygulanan kazançsız zorunlu karşılıklar politikaları ile uygulanmıştır. Bu kısıtlamalar, parasal politikaların yurtiçi ve yurtdışı amaçlarını gerçekleştirmesine katkı sağlamıştır. Yurtiçi finansal piyasalar korunurken, kalkınma amaçları da göz ardı edilmemiştir. Bu kısıtlamalar, AB direktifleri doğrultusunda yerini istenilen taslak bütçeye bırakarak, Şubat 1992’de

tamamen kaldırılmıştır. Sermaye hesabının serbest olması sonucunda, ÷lkeye sermaye girişleri devam etmiştir (Eichengreen, Tobin, Wyplosz, 1995)

1992 yılının sonunda, Avrupa Para Sistemi'ne (EMS) üye olan ÷lkeler ERM (European Rate Mechanism) olarak bilinen sabit döviz kuru sistemini uyguladılar. Bu sistem, ERM Krizi olarak adlandırılan dalgalanan kurların yönetilememesine yol açmıştır. ERM Krizi sonrasında, Peseta (İspanya yerel para birimi), spekülative saldırılara maruz kalmıştır. Bunun sonucunda, İspanyol yetkililer zorunlu karşılık oranı politikasını ÷lke gereklerine uygun olarak uygulamışlardır (Garber ve Taylor, 1995; 176). Peseta'nın değer kaybının altında yatan sadece, ERM Krizi'nin yarattığı olumsuz hava değil, aynı zamanda sabit döviz kuru uygulanmasının yarattığı kırılğanlıklardır. Zayıf mali durum, yüksek oranlı işsizlik, cari işlemler açığının artması ve kredibilite kaybı, İspanya'nın krizden ciddi şekilde etkilenmesine neden olmuştur. Peseta, 17 Eylül 1992'de ERM kapsamında devalüe edilmiştir. Ayrıca, 22 Eylül 1992'de, kısa vadeli sermaye akımlarına yönelik piyasa-temelli sermaye kontrolleri uygulanmaya başlanmıştır. Kontroller, kısa vadeli Peseta hesaplarının Merkez Bankası'nda faizsiz olarak tutulmasını amaçlayan kazançsız zorunlu karşılıklar politikası temel alınarak uygulanmıştır. Daha spesifik kontroller olarak, yerli ve yabancı bankaların peseta cinsinden yükümlülüklerinin %100'ü oranında zorunlu karşılık bulundurulması zorunluluğu getirilmiştir. Bu kontroller, döviz spekülasyonlarını, finansal işlemleri ve dış ticaretle alakalı risk koruma politikalarını da içermekteydi. Yurtiçi faiz oranlarına daha duyarlı sermaye akımlarını sınırlandırmak için dizayn edilmiş bu kontroller, yabancıların pesetaya yönelik spekülative işlemlerini azaltmak için de uygulanmıştır. 5 Ekim 1992'de uygulanan kontroller, benzer doğrultuda değiştirildi. Fakat otoriteler tarafından bu kontrol uygulamaları, yeterince açık olmadığı için eleştiriler almıştır (Kenen, 1995).

Tablo 2.16: 1990-1998 Dönemine İlişkin İspanya Ekonomisinin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri (GSYİH Oranı - %)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Cari İşlemler Dengesi | -3.5 | -3.6 | -3.5 | -1.2 | -1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | -0.2 |
| Finansal İşlemler Dengesi | 3.1 | 3.2 | 3.9 | 0.8 | 1.0 | -0.2 | -0.7 | -0.6 | -0.2 |
| Net Özel Sermaye Akımları | 3.5 | 3.0 | -1.1 | -9.9 | 5.2 | -4.5 | 3.0 | 0.7 | 0.7 |
| Doğrudan Yabancı Yatırımlar | 2.7 | 2.3 | 2.2 | 1.6 | 1.9 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 2.0 |
| Net Portfolyo Akımları | 1.9 | 3.5 | 0.6 | 9.5 | -4.7 | 2.6 | -0.7 | -2.0 | -5.7 |
| Genel Kamu Bütçe Dengesi | -3.6 | -4.3 | -4.0 | -6.7 | -6.1 | -7.0 | -4.4 | -2.5 | -1.7 |
| Reel GSYİH (Yıllık Değişim) | 3.7 | 2.3 | 0.7 | -1.2 | 2.1 | 2.9 | 2.4 | 3.7 | 4.0 |
| Yerel Kur Değer Kayıpları-Düzeltilmesi (Yıllık Değişim) | 11.0 | 3.0 | -7.5 | -3.6 | -6.4 | 13.6 | 2.7 | 2.3 | 0.5 |

Kaynak: IMF WEO data bankasından derlenmiştir.

İspanya'nın çıkışlar üzerine uyguladığı sermaye kontrolleri deneyimi, uygulamaların etkili olabilmesi için daha geniş çaplı olarak uygulanması gerektiğini ve politika yapıcılar açısından politika belirleme gerekli zaman aralığının yaratılmasında etkili olduğu sonucunu göstermektedir. Eichengreen, Tobin ve Wyplosz (1995), Garber ve Taylor (1995) ve Ariyoshi vd. (2000) çalışmalarında, sermaye kontrollerinin, yurtiçi ve yurtdışı swap oranları arasında oluşan farkların azaltılmasında etkili olduğu, ihracatçıların ve ithalatçıların dış ticaret işlemlerinden oluşan risklerinin azaltılmasına yardımcı olduğu ve Peseta'nın kredibilitésinin artırılmasında etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Peseta'nın istikrarını korumak için Merkez Bankası'nın yaptığı sterilizasyon politikalarının maliyeti, Eylül 1992'de 13 milyar dolar iken, aynı yılın Ekim ayında 2 milyar dolara inmiştir. Ekim ayının ortalarında yurtiçi ve yurtdışı faiz

oranları arasındaki farklar sıfır düzeyine inmiştir (Eichengreen, Tobin, Wyplosz, 1995; Garber ve Taylor,1995; Ariyoshi vd., 2000). Reinhart ve Edison (2001a), 1991-1993 yıllarını kapsayan günlük verilerle kontrollerin etkinliğini test ettikleri çalışmalarında, kontrollerin, kurun istikrarının ve para politikası otonomisinin gerçekleştirilmesinde etkili olduğu sonucunu öne sürmüşlerdir (Reinhart ve Edison, 2001a).

3. TAYLAND DENEYİMİ (1997-1998)

1990'lar boyunca, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, sermaye akımlarında aşırı dalgalanmalar görülmüştür. Bu dalgalanmalar sonucunda, çoğu gelişmekte olan ülkede borçlanma sorunları, cari işlemlerde bozulmalar ve krizlerle karşılaşmıştır. Tayland da bu dalgalanmalardan aşırı şekilde etkilenen ülkelerdendir. Yukarıda bahsedildiği üzere, sermaye girişlerinde yaşanan artışlar sonucu, 1994 yılında sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulamıştır. 1997 Asya Krizi'nin ardından ise, 1997-1999 yılları arasında sermaye çıkışları üzerinde kontroller, Taylandlı yetkililer tarafından uygulamaya konulmuştur.

Tayland ekonomisi 1993 yılının başlarından itibaren aşırı ısınma ibareleri göstermekteydi. Ekonomide, enflasyon yüksek oranlara ulaşmış, cari işlemler açığı artmış ve Baht (Tayland yerel para birimi) dış ticaretteki rekabet gücünü yitirmişti. 1993 ve 1995 yıllarında yüksek oranlı cari işlemler açığı olmasına rağmen, sermaye girişleriyle açıklar finanse edilebiliyordu. Fakat bu girişlerin bileşimi, kısa vadeli sermaye girişleri lehine değişmekteydi. Yurtiçi piyasalarda, iç ve dış gelişmelere karşı oluşan kırılganlıklar artmıştı. 1996 yılının sonlarında, bahta yönelik spekülasyon saldırıları ve kurun sürdürülebilirliğinin daha fazla tartışılması yurtiçi ve yurtdışı dengesizliklerin artmasına neden olmuştur. Baht yeniden devalüe edilmiştir. Spekülasyon saldırıları, yetkililerin daha düşük faiz oranlarının belirlenmesine yönelik politikaların desteklenmesiyle sonuçlanmıştır. Yetkililer spekülasyonculara, forward işlemleriyle doğrudan bir karşılık verme çabasındaydı. Spekülasyon saldırılarının temel nedeni olarak, Tayland ekonomisinin dış piyasalara yüksek oranda bütünleşmesi gösterilmektedir. (Ariyoshi vd., 2000).

15 Mayıs 1997'de, Baht'a yönelik spekülasyon saldırıları engellemek ve döviz piyasalarının istikrarını tekrar sağlamak için sermaye çıkışları üzerinde kontroller

uygulanmıştır. Bu kontroller, uluslararası rezerv kayıplarını azaltmak, bankacılık sektörünün ve reel ekonominin faiz oranlarının potansiyel olumsuz etkilerinden korumak amacıyla uygulanmıştır. Haziran 1997’de ilk olarak, finansal kurumlar aracılığıyla oluşturulan, yabancıların Baht offshore hesapları alı koyulmuş, daha sonra da tamamen yasaklanmıştır. İkinci olarak ise, Baht cinsinden döviz alımları ve dolar cinsinden borç ödemeleri engellenmiştir. Diğer bir kontrol uygulaması ise, yabancı hisse senedi yatırımcılarının Baht fonlarının yasaklanmış olmasıdır fakat yabancı hisse senedi yatırımcılarının döviz işlemlerine izin verilmiştir. Son olarak, hisse senedi işlemlerinde baht kullanılma zorunluluğu getirilmiştir. Bu kontroller, ikili döviz kuru sisteminin uygulanması gerekliliğini de ortaya çıkarmıştır (Reinhart ve Edison, 2001b).

Tablo 2.17: Tayland Ekonomisinin Seçilmiş Göstergeleri (%) (1990-1998)

| | GSYİH Büyüme Oranı | Cari İşlemler Açığı/ GSYİH | Enflasyon Oranı | İşsizlik Oranı |
|-------------|--------------------|----------------------------|-----------------|----------------|
| 1990 | 11.623 | -8.334 | -9.429 | 3.600 |
| 1991 | 8.112 | -7.500 | 5.710 | 3.848 |
| 1992 | 8.083 | -5.500 | 4.139 | 2.100 |
| 1993 | 8.251 | -5.030 | 3.312 | 2.800 |
| 1994 | 8.987 | -5.406 | 5.048 | 2.600 |
| 1995 | 9.237 | -7.877 | 5.818 | 2.600 |
| 1996 | 5.901 | -7.887 | 5.805 | 1.700 |
| 1997 | -1.371 | -2.061 | 5.626 | 1.500 |
| 1998 | -10.510 | 12.776 | 7.995 | 1.500 |
| 1999 | 4.448 | 10.166 | 0.285 | 4.350 |
| 2000 | 4.750 | 7.601 | 1.592 | 4.190 |
| 2001 | 2.167 | 4.426 | 1.627 | 3.590 |
| 2002 | 5.318 | 3.693 | 0.697 | 3.340 |
| 2003 | 7.130 | 3.354 | 1.804 | 2.410 |
| 2004 | 6.316 | 1.715 | 2.759 | 2.170 |

| | | | | |
|------|--------|--------|--------|-------|
| 2005 | 4.603 | -4.333 | 4.540 | 2.080 |
| 2006 | 5.145 | 1.118 | 4.637 | 1.850 |
| 2007 | 5.043 | 6.349 | 2.242 | 1.520 |
| 2008 | 2.556 | 0.791 | 5.468 | 1.380 |
| 2009 | -2.363 | 8.292 | -0.846 | 1.390 |
| 2010 | 7.782 | 4.636 | 3.272 | 1.500 |

Kaynak: IMF WEO data bankasından derlenmiştir.

1997 yılında sermaye çıkışları üzerinde uygulanan sermaye kontrolleri, amaçlarından biri olan onshore ve offshore kurlarının arasındaki faiz farklılığının azaltılmasında etkili sonuçlara ulaşmıştır. Uygulamalar, Tayland'ın swap piyasasının ticaret hacminde keskin düşüşlere yol açmıştır. Aynı zamanda, Baht üzerindeki spekülâtif saldırılara son vermiştir. Özellikle bankaların, offshore hesaplarındaki Baht kredilerine ciddi kısıtlamalar ve forward işlemlerini kapatma zorunluluğu getirildi. Piyasalara baht likiditesi sağlayacak düzenlemeler de oluşturulmuştur. Baht değerini sterilizasyon politikalarıyla belirleme maliyetinin aşırı yükselmesi nedeniyle, Temmuz 1997'de sabit döviz kuru politikası terk edilip dalgalı döviz kuru politikası uygulanmaya başlanmıştır. Ve zayıf mali kurumlar nedeniyle, yapısal reformlar hayata geçirilene kadar bahtın değer kaybı devam etmiştir. Tayland sermaye kontrolleri, ekonomide kısa süreli rahatlatma yaratabilmiştir. Kontroller sonucunda, ülkeye giren net özel sermaye girişleri, 1996 yılında GSYİH'nın %5'i iken, 1997-1999 yıllarında ortalama %-12 seviyesine düşmüştür (Ariyoshi vd., 2000).

Reinhart ve Edison (2001a) çalışmalarında, Tayland'ın uyguladığı çıkışlar üzerindeki sermaye kontrollerinin, sadece ülkeye giren sermaye akımlarının azaltılmasında başarılı ve etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Kaplan ve Rodrik (2002), Magud ve Reinhart (2006) çalışmalarında ise, 1998 Tayland sermaye kontrollerinin, sermaye girişlerinin azaltılmasında, baht üzerindeki kur baskısının azaltılmasında, sermaye akımlarının bileşiminin değiştirilmesinde ve para politikası otonomisinin sağlanmasında başarılı sonuçlar elde ettiğini öne sürmüşlerdir.

BÖLÜM III

SERMAYE KONTROLLERİNİN BÜYÜME DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN PANEL VERİ ANALİZİYLE SINANMASI

Çalışmanın bu bölümünde, panel veri analizi kullanılarak, sermaye kontrolü uygulamalarının, krizlerin maliyetinin azaltılmasında, makroekonomik kırılganlıkların engellenmesinde ve dış kaynaklı krizlerden sonra görece daha hızlı bir iyileşme süreci gerçekleştirilmesinde, etkili ve tutarlı olup olmadığı araştırılmaktadır.

I. SERMAYE AKIMLARI VE KONTROLLER

1990'lerden sonra serbest sermaye hareketliliğinin, gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğu ve finansal kırılganlıklar oluşturduğuna ilişkin görüşler, literatürde sıkça tartışılmaktadır. Örneğin Stiglitz (2002), 1990'lar boyunca sermaye hareketlerini serbestleştirmenin, gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomileri için büyük bir hata olduğunu iddia etmektedir. Stiglitz'e göre, sermaye hareketliliği üzerindeki kontrollerin gevşetilmesi, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan Meksika 1994, Doğu Asya 1997, Rusya 1998, Brezilya 1999, Türkiye 2001 ve Arjantin 2002 krizlerinin ana nedeni olarak gösterilebilir. Bunun yanında, serbest sermaye hareketliliğinin en şiddetli savunucularından olan IMF'nin, Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Qureshi ve Reinhardt (2010) tarafından yazılan çalışmasında, sermaye hareketliliği üzerine eleştirel görüşler öne sürülmektedir.

Sermaye kontrollerini savunanlar, sermaye hareketliliğini sınırlandırmanın potansiyel olarak ekonomik açıdan, iki temel olumlu etkisi olduğunu iddia etmektedir:

- Sermaye kontrollerini uygulamanın, dış kaynaklı şoklara ve finansal krizlere karşı ekonomide oluşan kırılganlıkların azaltılmasında etkili olduğunu;
- Döviz krizleri yaşayan ülkelerde, daha düşük faiz oranlarının belirlenmesinde, büyümeye yönelik politikaların hayata geçirilmesinde ve benzer ülkelerle karşılaştırıldığında kontrolleri uygulayan ülkelerin

krizlerden sonra daha hızlı bir iyileşme süreci gösterdiğini öne sürmektedirler. Ayrıca, sermaye çıkışları üzerinde uygulanan kontrollerin, finansal sektörün yeniden yapılandırılması için de süre kazandırdığını iddiasındadırlar.

Bazı yazarlar, uluslararası finansal entegrasyonun sınırlandırılmasının, gelişmekte olan ve geçiş ekonomilerine yönelik spekülasyon akımların azaltılmasında ve dış şokların neden olduğu krizlerde göreceli olarak daha hızlı bir iyileşme gerçekleşmesinde etkili olacağını savunmaktadır. Bu görüşü benimseyen yazarlar, ülke örnekleri temelinde kendi görüşlerini destekleyen pek çok argümanı literatürde tartışmaktadır. Stiglitz (2002), Şili'nin sermaye hareketleri üzerinde kontroller uygulayarak, 1990'larda yaşanan krizden Latin Amerika ülkeleriyle karşılaştırıldığında, daha az etkilendiği görüşünü belirtmektedir. Kaplan ve Rodrik (2002), Malezya'nın sermaye çıkışları üzerine uyguladığı kontrollerin, Asya Borç Krizi sonrasında ülkenin büyümeye devam etmesine ve hızlı bir şekilde toparlanmasına yardım ettiğini göstermektedir. Bu yazarların yanında, hem Şili hem de Malezya sermaye kontrollerini inceleyen pek çok yazar, ülke deneyimlerinin çeşitli ekonomik amaçlar açısından olumlu etkiler yarattığını öne sürmektedir (Simone ve Sorsa 1999; Perkins ve Woo 2000; De Gregorio, Edwards ve Valdes 2000; Dornbush 2002; Cowan ve Gregoria, 2005; Cozzi ve Nissanke 2009). Sermaye kontrollerine yönelik çalışmaların çoğu, ülke örnekleri özelinde zaman serisi analizi yardımıyla değerlendirilmektedir. Bunun yanında çok ülkeli panel veri analizini kullanan çalışmalar, tahminleme gücü daha yüksek olmasına karşın, zaman serisi analizine göre daha az kullanılmıştır. Bu durumun başlıca nedeni, sermaye hareketliliğinin ölçülmesindeki zorluktan kaynaklanmaktadır.

Bu çalışma, panel veri analizi kullanılarak sermaye kontrollerinin, krizlerin maliyetinin ve makroekonomik kırılmalıkların azaltılmasındaki etkinliğini, literatürde görece az olan panel (çok ülkeli) veri analiziyle değerlendirilmesine katkıda bulunmayı amaçlanmaktadır. Bu amaçla, çok ülkeli panel veri analizi kullanılarak gözlem sayısı artırılarak ve yatay kesit bağımlılığı dikkate alınarak gelişmiş ekonometrik analiz yöntemleriyle istatistiksel olarak daha tutarlı ve anlamlı sonuçlara ulaşılmaya çalışılmaktadır.

II. SERMAYE HAREKETLİLİĞİ

Makroekonomik politika tercihlerinde, bazı konularda görüş birliği olmasına karşın, sermaye hareketlerini sınırlandırmak veya yönetmek konusunda literatürde görüş birliğine ulaşılmış değildir. IMF ve ABD Hazine Bakanlığı'nın başını çektiği görüşe göre, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yararına ekonomik sonuçlar doğurmaktadır. Bu görüşün destekçileri arasında, Larry Summers, Stanley Fisher, Rudi Dornbusch, Paul Krugman vb. yazarlar yer almaktadır. Bu görüşe karşıt olarak, serbest sermaye hareketlerinin dış kaynaklı krizlere ve makroekonomik kırılganlıklara neden olduğu savını ise, Joseph E. Stiglitz, Barry Eichengreen, Dani Rodrik, Sebastian Edwards vb. yazarlar savunmaktadır.

Özellikle son yıllarda, uluslararası sermaye hareketliliğinin önemli bir şekilde artış göstermesi, konu üzerindeki tartışmaların artmasına neden olmaktadır. Bu tartışmaların temelinde yer alan uluslararası finansal piyasaların entegrasyonunun veya sermaye hareketliliğinin ölçülebilmesi için, genel kabul görmüş indeksler bulunmaktadır. Sermaye hareketliliğinin ölçülmesi konusunda en önemli girişim, IMF tarafından ülkelerin uyguladıkları sermaye kontrollerini gösteren *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAR) indeksinin Fon'un yıllık özet raporlarında yer alması olmuştur. AREAR indeksinin yayınlanmasından sonra Alesina, Grilli ve Milesi-Ferreti (1994) ve Rodrik (1998) bu indeksi kontroller uygulandığında 1, uygulanmadığında 0 değerini alan bir kukla değişken (dummy variable) olarak yeniden düzenlemişlerdir. Klein ve Olivei (1999) ise, IMF verilerini kullanarak, 1986-1995 döneminde her bir ülkenin sermaye hesabı açıklığını yıllara 0 ile 1 arasında bir değer vererek indeksi düzenlemişlerdir. Bu yazarlarla birlikte, Leblang (1997), Razin ve Rose (1994), Johnston ve Tamirisa (1998), Montiel ve Reinhart (1999), Tamirisa (1999), Eichengreen (2001), Chinn ve Ito (2002), Glick ve Hutchinson (2005), Edwards (2007) vb. çalışmalarında AREAR indeksini kullanmışlardır.

Son yıllarda, sermaye kontrollerinin ölçülmesinde, tek ve en önemli gösterge olan AREAR indeksi, Mody ve Murshid (2002) ve Quinn (2003) çalışmalarıyla daha da geliştirilmiştir. Yazarlar indekslerinde, 0 ile 100 arasındaki bir ölçekte sermaye hareketliliği kontrollerinin yüksek derecelerine daha yüksek puan vererek, AREAR verilerine dayanan yeni bir indeks oluşturmuşlardır. Bu çalışmanın ekonometrik

uygulama bölümünde, sermaye kontrolleri (CC) verisi olarak AREAR indeksine dayanan Mody ve Murshid (2002) ve Quinn (2003) tarafından geliştirilen indeks kullanılmaktadır.

Reinhart ve Reinhart (1998), Reinhart ve Smith (1998) ve Montiel ve Reinhart (1999) sermaye hesabı kısıtlamalarının yoğunluğunu ölçebilmek için, IMF'nin World Economic Outlook (WEO) verilerinden bir sterilizasyon indeksi oluşturmuşlardır. Bu indeks sayesinde, sermaye girişleri sonucunda oluşan parasal politikadaki sıkılaştırmaların ölçümü mümkün kılınmaktadır. Bu parasal politika göstergesi, 0 ve 2 arasında değer almaktadır. O ülke için belirli bir yılda sermaye akımları üzerinde hiçbir vergi, kısıtlama ve finansal kurumların yurtiçi borçlanmaları üzerinde hiçbir sınırlama yoksa, indeks 0 değerini almaktadır. Bankaların döviz işlemlerine yönelik bir sınırlama getirilmiş ise, indeks 1 değerini almaktadır. Ve uygulanan açık kontroller, yasaklamalar, zorunlu karşılıklarda kısıtlamalar ve finansal işlemler üzerinde vergiler uygulanıyorsa, indeks 2 değerini almaktadır. Bu göstergelerin yanında, yurtiçi bankalara sınırlı düzeyde kredi kısıtlaması uygulanıyorsa, indeks 0 değerini; hükümet kağıtlarına ilişkin açık piyasa işlemlerinde yabancı paraya yönelik sterilizasyon işlemleri uygulanıyorsa, 1 değerini; açık piyasa işlemlerinde ticari bankaların merkez bankasında tutmaları gereken zorunlu karşılıklarda artışlar söz konusu ise, indeks 2 değerini almaktadır.

Sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinin ölçülmesinde kullanılan diğer bir değişken sterilizasyon indeksidir. Sterilizasyon indeksi IMF'nin yıllık verileriyle, Reinhart ve Reinhart (1998), Reinhart ve Smith (1998) ve Montiel ve Reinhart (1999) tarafından, EKK regresyon denklemleri yardımıyla ulaşılan katsayılar olarak bulunmaktadır. Regresyonda i ülkeleri ve t zamanı göstermekteyken, β ise sterilizasyon katsayısını vermektedir.

$$\Delta NDA_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta NFA_{i,t,m} + v_{i,t,m}$$

Eşitlikte, $\Delta NDA_{i,t,m}$ t yılının, m ayı boyunca, i ülkesindeki Merkez Bankası'nın net yurtiçi varlıklarındaki değişimi göstermektedir. Bu indeks, yurtiçi varlık stoklarındaki azalmaya bağlı olarak, merkez bankasının sterilizasyon çabalarının parasal tabana bağlı rezervler üzerindeki etkisini göstermektedir. Bu politika açık piyasa işlemlerinin uygulanmasının yanında, hükümet kaynaklarını kullanarak fon basımıyla, kamu varlıklarının özelleştirilmesiyle ve bankacılık kesiminden Merkez Bankası'na

aktarılan fonlarla da uygulanabilmektedir. β katsayısı -1 veya daha düşük bir değer alıyorsa, parasal sterilizasyon etkin olarak uygulanıyor; 0 değerini alıyorsa sterilizasyon politikalarının uygulanmadığı veya hiçbir şekilde etkili olmadığı anlamına gelmektedir.

Sterilizasyon indeksi (ST) çalışmada, sermaye kontrollerinin etkinliği, yoğunluğu ve parasal politikalar üzerindeki etkilerini ölçmek için ekonometrik modele dahil edilmiştir.

III. SERMAYE KONTROLLERİNİN TEORİK TEMELİ

Sermaye hareketliliği üzerine uygulanan sermaye kontrolleri, kontrollerin uygulanma nedenleri açısından açıklanabilmektedir. Literatürde sermaye kontrollerinin temel nedenleri dört başlık altında toplanmıştır:

- Ödemeler bilançosu dengesi ve makroekonomik politikalar,
- Gelişmekte olan finansal piyasalar ve düzenleyici önlemler,
- Geleceğe yönelik düzenlemeler,
- Diğer etkenler,

olarak sınıflandırılabilir. Sermaye kontrollerini uygulamanın temel nedenleri, aşağıdaki başlıklar altında kısaca değerlendirilmekte ve teorik olarak kontrollerin amaçları açıklanmaktadır.

A. ÖDEMELER BİLANÇOSU DENGESİ VE MAKROEKONOMİK POLİTİKALAR

Sermaye kontrolleri ilk kullanılmaya başlandığı yıllardan itibaren, ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasında ve makroekonomik amaçların gerçekleştirilmesinde bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Sermaye çıkışları üzerinde kontroller, uygulanarak, gelişmekte olan ülkelerin ödemeler bilançolarındaki kırılganlıklar engellenmeye çalışılmaktadır. Ödemeler bilançosundaki zayıflıkların giderilmesi için uygulanan kontroller, aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi tasarrufların yetersizliğinde enflasyon vergisi gibi mali önlemlerin uygulanmasıyla bir çözüm getirmektedir (Johnston ve Tamirisa, 1998).

Ödemeler bilançosu açığı ve mali finansmanla ilgili sorunlar yaşayan bir ülkede kontroller, yurtiçi borçlanmanın maliyetini azaltılmasını ve daha düşük yurtiçi faiz oranlarının oluşmasını sağlayarak yurtiçi enflasyonun daha düşük seviyelerde tutulması amaçlarının gerçekleştirilmesinde kullanılmaktadır. Buna bağlı olarak da, dış borçlanmanın maliyetinin azaltılmasında etkin bir politika aracı olarak uygulanabilmektedir. Aynı zamanda kontroller, döviz kurundaki kırılganlıkların giderilmesi, parasal otonominin gerçekleşmesi, yurtdışı ve yurtiçi faiz oranları arasındaki farkların azaltılması ile iç ve dış makroekonomik dengenin sağlanması amacıyla da kullanılabilir. Aşırı sermaye girişleri sonrasında yerel kurun aşırı değerlenmesinin engellenmesinde ve uluslararası rezervlerdeki istikrarın sağlanmasında da kontroller, etkin bir politika aracı olabilmektedir.

Teknolojideki hızlı gelişmeler sonucunda, piyasalarda oluşan asimetric enformasyon problemi ve yatırımcıların sürü psikolojisi davranışlarıyla (moral hazard) meydana gelen makroekonomik kırılganlıkların yanında döviz kurundaki kırılganlıkların azaltılması ve spekülative sermaye akımlarının engellenmesi amacıyla sermaye kontrolleri bir politika aracı olarak uygulanabilmektedir (Tobin, 1978; Mishkin, 1996; Eichengreen, 2001; Stiglitz, 2002; Dornbusch, 2002).

B. GELİŞMEKTE OLAN FİNANSAL PİYASALAR VE DÜZENLEYİCİ ÖNLEMLER

Sermaye kontrollerinin önemli bir amacı, yurtiçi finansal piyasaların ve kurumların geliştirilmesi için uygun bir zaman aralığı yaratabilmekte ve katkı sağlayabilmesidir. Kontrollerin kullanımı, dış piyasalarla rekabet edebilecek düzeyde olmayan yerli finansal piyasaların ve reel sektörün (bebek endüstriler) korunmasında olumlu etkiler yarattığı görülebilmektedir. Reel sektörün yurtdışındaki ölçek ekonomilerinin daha üst seviyelerinde yer alan firmalara karşı korunmasında temel olarak tarifeler kullanılmaktadır. Bu tarifelerin kullanımının ise, iki temel versiyonu vardır. Bunlardan ilki, rekabetçi olmayan endüstrilerin tarifeler yardımıyla ölçek ekonomilerini artırarak daha yüksek çıktı seviyelerine ulaşılmasının sağlanmasıdır. İkinci tarife versiyonu ise, tarifelerin yaparak öğrenme yardımıyla üretim maliyetini daha aşağılara çekilmesi amaçlanmaktadır. Her iki tarife versiyonunda da, istenilen

politik amaçlara ulaşmak için kontrollerle tarifelerin düzenli ve tutarlı bir şekilde uygulanması gerekmektedir (Dooley, 1996).

Son yıllarda türev piyasa araçlarının gelişmesi sermayenin çok hızlı yer değiştirebilmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda ise, “küçük bir limana, büyük bir geminin girmesiyle küçük gemilerin batması” örneğinde olduğu gibi gelişmekte olan finansal piyasalarda oluşan kırılmalıklar da artmıştır. Kontrol uygulamaları, finansal piyasaların gelişmesinde ve yapısal reformlar için uygun zaman aralığının yaratılmasında etkin olarak kullanılabilir. Aynı zamanda, kontrol uygulamalarıyla, sermaye hareketliliğinin azaltılması ve ülkeye giren sermaye akımlarının vadesinin uzatılması sayesinde kredi piyasası, döviz kurları ve faiz oranları etkin bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanabilmektedir (Neely, 1999).

C. GELECEĞE YÖNELİK DÜZENLEMELER

Sermaye kontrolleri uygulamanın diğer bir temel amacı, geleceğe yönelik düzenlemelerin oluşturulmasında kullanılmasıdır. Uluslararası sermaye hareketleri, yabancıların risk algılamasında çok farklı nedenlerle artışa neden olabilmektedir. Ülkenin yabancılar açısından daha riskli olarak algılanmasına, sermaye çıkışlarına, faiz oranlarının yükselmesine, finansman maliyetlerinin artmasına, yatırımların azalmasına vb. olumsuz etkilere yol açmaktadır. Kontroller ise, istikrar bozucu bu etkenler karşısında, ekonomik istikrarın korunmasında önemli bir rol üstlenmektedir. İstenilen ekonomik amaçlara yönelik olarak, iyi düzenlenmiş sermaye kontrolleri, kamu ve özel sektörün döviz riskinin azaltılmasında, borçlanma vadelerinin uzatılmasında, borçlanma maliyetlerinin azaltılmasında ve piyasaların istikrarının korunmasında temel rol oynamaktadır. Sermaye kontrollerinin geleceğe yönelik olumlu etkiler yaratması için, kontrollerin arkasında güçlü ve tutarlı bir politik irade bulunması ve ekonomik amaçlar doğrultusunda iyi düzenlenmiş edilmiş olması gerekmektedir (Johnston ve Tamirisa, 1998).

D. DİĞER ETKENLER

Sermaye kontrollerinin kapsamının genişliği, amaçlarının da çok farklı olmasına neden olmaktadır. Kontroller, ekonominin gelişmişliği, dışa açıklık, istikrar, düzenleyici önlemler, doğrudan yabancı yatırımlar, kur oynaklığı, yatırımların çeşitlendirilmesi, borçlanma maliyetleri vb. pek çok konu için istenilen ekonomik amaçların gerçekleşmesi için de kullanılabilir. Örneğin, sermaye hesabını serbestleştirmiş dışa daha açık bir ekonomi, dış şoklardan diğer ülkelere göre daha fazla etkilenebilir. Geniş çaplı ve tutarlı sermaye kontrollerinin uygulanması ise, serbestleşmenin optimal düzeyinin gerçekleşmesinde olumlu katkıları oluşturabilir. Kontroller kapsamında uygulanan ekonomi politik araçlar bütünü; aynı zamanda, kamusal güvenlik ve kültürel nedenler gibi amaçlarla da uygulanabilir.

IV. LİTERATÜR TARAMASI

Sermaye kontrolleri uygulayan her ülke, farklı ekonomik amaçlarla farklı ekonomik konjonktürlerde, farklı enstrümanlarla, kontroller uygulayabilmektedir. Kontrollerin bu geniş kapsamı, başarılı uygulamalarının örnek alınmasında, önerilmesinde ve başarıların kesin olarak kanıtlanmasında, bazı sorunlar yaratmaktadır. Fakat bu kadar kapsamlı bir konu olması ve kontrollerin uygulanması amacıyla, hemen hemen tüm ekonomik araçların kullanılabilmesinin yanında, Keynes'in çalışmasında bahsettiği "sand in the wheels" tanımlamasından itibaren literatürde çok kapsamlı çalışmalar yapılmıştır. Özellikle dünyada ekonomik, sosyal ve kültürel bütünleşmenin küreselleşme sonucunda hız kazanması, krizlerin de küresel bir nitelik kazanmasına yol açmıştır. Bu nedenlerle de, krizleri oluşturan nedenler birbirine benzemeye ve birbirinden etkilenmeye başlamıştır. Son yıllarda artan bölgesel veya küresel krizlerle başa çıkmak için ülkeler, tek bir ekonomik araç yerine belli amaçlarla dizayn edilmiş ekonomik ve politik araçlar bütünü olarak tanımlanabilecek sermaye kontrollerinin kullanımını ve hakkında olan tartışmaları arttırmıştır.

Son yıllarda, bölgesel ve dünya çapındaki krizlerin artması sonucunda, sermaye kontrolü uygulayan ülkeleri inceleyen çalışmalar da artmıştır. Aşağıdaki tablolarda, sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulayan ülkeler, sermaye çıkışları üzerinde

kontroller uygulayan ülkeler ve panel veri seti yardımıyla birden çok ülke üzerinde inceleme yapan çalışmalar olarak sınıflandırılarak, konu hakkındaki literatür özet olarak tablolastırılmıştır.

Tablo 3.1: Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontrollere Yönelik Literatür Taraması

| Çalışma | Örneklem | Ekonometrik Yöntem |
|---|----------------|--|
| Brezilya | | |
| Cardoso ve Goldfajn (1998) | 1988:1-1995:12 | Yazarlar, serinin değişen varyansını ve serisel korelasyonunu EKK yöntemiyle sınımıştır. VAR analizi kullanılarak kontrollerin içselliğini sınımıştırlar. |
| Reinhart ve Smith (1998) | 1994-1996 | Kontrollerin uygulandığı periyod t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler, kronolojik olarak sıralanmıştır. |
| Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko ve Kirilenko (2000) | 1993-1997 | Yazarlar, zaman serisi analizleriyle, ülke örneklerini geniş çaplı olarak açıklamış ve karşılaştırmışlardır. Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, sermaye çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri ve hızlı liberalizasyon süreci ve kontroller şeklinde çalışmayı bölümlere ayırarak açıklamışlardır. |
| Edison ve Reinhart (2001) | 1995-2001 | Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının, serilerde bir değişime neden olup olmadığını test etmişlerdir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizini, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testini ve yapısal kırılmalar için Wald testini uygulamışlardır. |
| Şili | | |
| De Gregorio, Edwards ve Valdes (2000) | 1988Q1-1998Q2 | Yazarlar, araç değişken ve VAR analizi yöntemlerini kullanarak, sermaye girişlerindeki dışsal trendi ve eşzamanlı uzun dönem denklemi test edilmiştir. Çalışmalarında devalüasyonu iki farklı şekilde ölçmüşlerdir: 1. Depresyonun etkilenme oranı, 2. ARMA modelinden tahminler. Sermaye |

akımlarını ölçmek için ise, iki alternatif öne sürmüşlerdir: 1. Kısa vadeli akımların GSYİH'ya oranı, 2. Toplam akımların GSYİH'ya oranı.

| | | |
|--|--|--|
| Edwards (1999a) | Haziran 1991 –Eylül 1998 | Sermaye kontrollerinin uygulandığı dönemde, sermaye akımlarının bileşimi analiz edilmiştir. VAR analiziyle sermaye kontrollerinin reel döviz kuru üzerinde etkileri araştırılmıştır. Kısa vadeli Merkez Bankası nominal faiz oranı ve logaritmik hisse senedi piyasası endeksi verilerindeki değişimler GARCH ile açıklanmıştır. |
| Edwards (1999b) | Ekim 1994- Ocak 1999 | Günlük verilerle kısa vadeli Merkez Bankası nominal faiz oranı ve logaritmik hisse senedi piyasası endeksi verilerindeki değişimler, GARCH ile açıklanmıştır. Sermaye kontrollerinin, sermaye girişlerinin bileşimi, yurtiçi faiz oranları ve para politikası bağımsızlığı üzerindeki etkileri araştırılmıştır. |
| Edwards ve Rigobon (2005) | Ocak 1991- Eylül 1999 | Olasılıksal hesaplamalar kullanılarak, gölge döviz kuru ve kur bandı hesaplanmıştır. Sermaye kontrollerinin dış şoklara etkisi, GARCH yardımıyla analiz edilmiştir. Ortalama ve varyans eşitlikleri tahminlenmiştir. |
| Gallego, Hernandez ve Schmidt-Hebbel (2000) | 1989- 1998Q2 ve Haziran 1989- Temmuz 1999 | EKK tahmincisiyle sahte regresyon, içsellik, değişen varyanslılık ve otokorelasyon incelenmiştir. Eşbütünleşme, hata düzeltme ve 2SLS modelleriyle tahminleme yapılmıştır. |
| Laban ve Larrain (1998) | 1985-1996 | Sermaye kontrolü uygulamalarının içeriği ve makroekonomik etkileri açıklanmıştır. |
| Larrain, Laban ve Chumacero (2000) | 1985-1994 | Doğrusal olmayan modeller kullanılarak, değişkenlere Markov switching rejim modeli uygulanmıştır. Tüm serilerin eşik değerleri bulunmuştur. |
| Laurens ve Cardoso (1998) | 1985:Q1- 1994Q4 | Faiz kurlarındaki farklılaşmayı açıklamak için, doğrusal ve kübik modelleme ile net girişlerin etkileri araştırılmıştır. |
| Le Fort ve Budnevich (1997) | 1990-1994 | Sermaye kontrolü uygulamalarının içeriği ve makroekonomik etkileri açıklanmıştır. |

| | | |
|---|-----------|--|
| Reinhart ve Smith (1998) | 1990-1994 | Kontrollerin uygulandığı periyod, t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler, kronolojik olarak sıralanmıştır. |
| Valdes-Prieto ve Soto (2000) | 1987-1995 | İki aşamalı hata düzeltme modeli yardımıyla EKK tahmincisiyle reel döviz kuru tahminleşmiştir. Hata düzeltme modeliyle uzun dönem eşitliği için katsayılar hesaplanmıştır. Ayrıca yazarlar, kontrollerin kısa dönemli kredilere etkilerini araştırmışlardır. |

Kolombiya

| | | |
|--|-----------|---|
| Le Fort ve Budnevich (1997) | 1990-1995 | Uygulanan sermaye kontrollerinin içeriklerinin tanımlaması yapılmış ve temel makroekonomik etkileri araştırılmıştır. |
| Reinhart ve Smith (1998) | 1990-1995 | Kontrollerin uygulandığı periyod, t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırılma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler, kronolojik olarak sıralanmıştır. |
| Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales- Kriljenko ve Kirilenko (2000) | 1993-1998 | Yazarlar, zaman serisi analizleriyle ülke örneklerini geniş çaplı olarak açıklamış ve karşılaştırmışlardır. Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, sermaye çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri ve hızlı liberalizasyon süreci ve kontroller şeklinde çalışmayı bölümlere ayırarak açıklamışlardır. |

Çek Cumhuriyeti

| | | |
|-------------------------------------|-----------|--|
| Reinhart ve Smith (1998) | 1994-1997 | Kontrollerin uygulandığı periyod t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırılma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler kronolojik olarak sıralanmıştır. |
|-------------------------------------|-----------|--|

Malezya (1989)

| | | |
|-------------------------------------|-----------|--|
| Reinhart ve Smith (1998) | 1993-1996 | Kontrollerin uygulandığı periyod, t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırılma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler, kronolojik olarak sıralanmıştır. |
|-------------------------------------|-----------|--|

Malezya (1994)

| | | |
|------------------|------|--|
| Ariyoshi, | 1994 | Yazarlar, zaman serisi analizleriyle, ülke örneklerini geniş |
|------------------|------|--|

**Habermeier, Laurens,
Otker-Robe, Canales-
Kriljenko ve
Kirilenko (2000)**

çaplı olarak açıklamış ve karşılaştırmışlardır. Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, sermaye çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri ve hızlı liberalizasyon süreci ve kontroller şeklinde çalışmayı bölümlere ayırarak açıklamışlardır.

Tayland

**Ariyoshi,
Habermeier, Laurens,
Otker-Robe, Canales-
Kriljenko ve
Kirilenko (2000)**

1995-1997

Yazarlar, zaman serisi analizleriyle, ülke örneklerini geniş çaplı olarak açıklamış ve karşılaştırmışlardır. Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, sermaye çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri ve hızlı liberalizasyon süreci ve kontroller şeklinde çalışmayı bölümlere ayırarak açıklamışlardır.

Sermaye girişleri ve çıkışları üzerinde uygulanan kontrol politikaları, birbirinden farklı bileşenleri içerdiğinden, literatür taramasında ayrı ayrı verilmektedir.

Tablo 3.2: Sermaye Çıkışları Üzerindeki Kontrollere Yönelik Literatür Taraması

| Çalışma | Örneklem | Ekonometrik Yöntem |
|--------------------------------------|---------------------------|---|
| Malezya | | |
| Tamirisa (2004) | Ocak 1991- Aralık 2002 | Hata düzeltme modeli kullanılarak, net yabancı portfolyo değerleri serilerindeki etkileri araştırılmıştır. |
| Dornbusch (2002) | Ocak 1991- Aralık 2002 | Farklı değişkenler kullanılarak analiz genişletilmiştir. |
| Edison ve Reinhart (2001) | Ocak 1991- Aralık 2002 | Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının, serilerde bir değişime neden olup olmadığını test etmişlerdir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizini, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testini ve yapısal kırılmalar için Wald testini uygulamışlardır. |
| Kaplan ve Rodrik (2002) | 1992-1996 | Yazarlar, IMF programlarına bağlı kurtarma paketleri yerine, sermaye kontrolleri uygulamasının etkilerini araştırmışlardır. |

Bu metodoloji kullanılarak kriz zamanlarını gösteren tablolar tekrar oluşturulmuştur. Statik ve dinamik modellerde, bireysel ülkeler üzerinde sermaye kontrolleri uygulandığında ve IMF kurtarma programları uygulandığındaki ekonomik etkiler karşılaştırılmıştır.

**Ariyoshi,
Habermeier, Laurens,
Otker-Robe, Canales-
Kriļjenko ve
Kirilenko (2000)**

1998-2000

Yazarlar, zaman serisi analizleriyle, ülke örneklerini geniş çaplı olarak açıklamış ve karşılaştırmışlardır. Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, sermaye çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri, hızlı liberalizasyon süreci ve kontroller şeklinde çalışmayı bölümlere ayırarak açıklamışlardır.

İspanya

Vinals (1992)

1992

Çeşitli makroekonomik değişkenler üzerindeki kontrollerin ekonomik politika araçlarının etkileri analizlerle açıklanmıştır.

**Edison ve Reinhart
(2001)**

1991-1993

Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının serilerde bir değişime neden olup olmadığını test etmişlerdir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizini, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testini ve yapısal kırılmalar için Wald testini uygulamışlardır.

**Ariyoshi,
Habermeier, Laurens,
Otker-Robe, Canales-
Kriļjenko ve
Kirilenko (2000)**

1992

Yazarlar, zaman serisi analizleriyle ülke örneklerini geniş çaplı olarak açıklamış ve karşılaştırmışlardır. Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, sermaye çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri, hızlı liberalizasyon süreci ve kontroller şeklinde çalışmayı bölümlere ayırarak açıklamışlardır.

Tayland

**Edison ve Reinhart
(2001)**

1995-1999

Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının serilerde bir değişime neden olup olmadığını test etmişlerdir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizini, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerinin bulmak için GARCH testini ve yapısal kırılmalar için Wald testini uygulamışlardır.

| | | |
|--|-----------|--|
| Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales- Kriljenko ve Kirilenko (2000) | 1997-1998 | Yazarlar, zaman serisi analizleriyle ülke örneklerini geniş çaplı olarak açıklamış ve karşılaştırmışlardır. Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, sermaye çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri ve hızlı liberalizasyon süreci ve kontroller olmak üzere çalışmayı bölümlere ayırarak açıklamışlardır. |
|--|-----------|--|

Sermaye kontrolleri uygulayan ülkelere yönelik literatürde, panel veri analizlerini kullanan çalışmalar da bulunmaktadır.

Tablo 3.3: Panel (Çok Ükeli) Veri Analizi Kullanılmış Çalışmalarda Kontrollere Yönelik Literatür Taraması

| Çalışma | Örneklem | Ekonometrik Yöntem |
|---------------------------------------|-----------------|---|
| Montiel ve Reinhart (1999) | 1990-1996 | Yazarlar, sermaye hesabı kısıtlamalarının yoğunluğu ve ölçüm göstergelerini bir indeks olarak yapılandırmışlardır. Sabit etkiler (fixed-effect) modeliyle kurdukları panel regresyonunda ,sermaye akımlarının hacmini ve bileşimini tahminlemişlerdir. Sonuçlar araç değişken (instrumental variable) yöntemiyle tekrar değerlendirilmiştir. Çalışma, Endonezya, Malezya, Filipinler, Sri Lanka, Tayland, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Meksika, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Kenya ve Uganda'yı kapsamaktadır. |
| Reinhart ve Smith (1998) | 1990-1997 | Kontrollerin uygulandığı periyod t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler kronolojik olarak sıralanmıştır. Çalışma Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Malezya, Meksika, Tayland, Endonezya ve Filipinleri kapsamaktadır. |
| Kaplan ve Rodrik (2002) | 1992-1996 | Yazarlar, IMF programlarına bağlı kurtarma paketleri yerine, sermaye kontrolleri uygulamalarının etkilerini araştırmışlardır. Bu metodoloji kullanılarak, kriz zamanlarını gösteren tablolar tekrar oluşturulmuştur. Statik ve dinamik modellerde, bireysel ülkeler üzerinde sermaye kontrolleri uygulandığında ve IMF kurtarma programları uygulandığındaki ekonomik etkiler |

karşılaştırılmıştır. Çalışma Tayland, Endonezya, Malezya ülkelerini kapsamaktadır.

| | | |
|----------------------------------|---------------------------|---|
| Edison ve Reinhart (2001) | 1991-1999 | Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının serilerde bir değişime neden olup olmadığını test etmişlerdir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizini, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testini ve yapısal kırılmalar için Wald testini uygulamışlardır. Çalışmada, İspanya, 1991-1993 yılları arasında; Brezilya, Malezya ve Tayland ise, 1995-1999 yılları arasında uygulamaya dahil edilmiştir. Kontrol grubu: Filipinler ve Güney Kore olarak alınmıştır. |
| Miniane ve Rogers (2004) | Ocak 1971- Aralık 1998 | Panel VAR yöntemi kullanılarak, ABD endüstri üretimi, varlık fiyatları, yabancı endüstriyel üretimi yabancı faiz oranları, FED fonlama oranı, rezerv gereksinimi, nominal döviz kuru verileri çalışmaya dahil edilmiştir. Yazarlar ayrıca, her ülke için ayrı VAR modeli oluşturmuşlardır. Sermaye kontrollerinin, kümülatif döviz kuru, faiz oranları, dolarizasyon, ticari entegrasyon verileri üzerindeki etkileri model yardımıyla araştırılmıştır. Çalışma, Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Şili, Kolombiya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hindistan İtalya, Japonya, Kore, Malezya, Meksika, Hollanda, Norveç, Filipinler, Portekiz, Güney Afrika, İspanya, İsveç, Türkiye ve İngiltere'yi kapsamaktadır. |

V. EKONOMETRİK MODEL VE METODOLOJİ

Çalışmanın temel amacı, sermaye kontrollerinin makroekonomik kırılganlıkları azaltıp azaltmadığının ve dışsal krizlerden daha az etkilenip etkilenilmeyeceğinin araştırılmasıdır. Bu amaçla, 1985-2011 döneminde sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulayan 7 ülke ve sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan 3 ülke iki ayrı panel veri seti⁹ olarak uygulamaya dahil edilmiştir. Uygulamada, panel veri setlerinde yatay kesit bağımlılığı test edilecek, serilerin durağanlıkları 1. ve 2. nesil birim kök

⁹ Uygulamada kullanılan veriler ekte verilmektedir.

testleriyle sınanmaktadır. Panel veri setinin anlamlılığını ve etkinliğini sınadıktan sonra, yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ve almayan tahmincilerle, eşbütünlüğün varlığı araştırılmaktadır. Son olarak ise, oluşturulan denklemlerde uzun dönem katsayıları bulunmaktadır.

Temel Klasik Model uyarınca, tam bilginin, tam rekabetin ve tam rekabet piyasalarının geçerli olduğu bir ekonomik sistemde denge, Pareto Etkinliği olarak adlandırılmaktadır. Bu eşitlikte daha uygun bir dağılımın gerçekleşebileceğini ise ilk olarak Smith (1776) öne sürmüştür. Bu teorem aynı zamanda, sermaye kontrolleri, vergilendirme, tarifeler vb. pek çok ekonomik değişken üzerinde modelleme yapma imkanı sağlamaktadır. Bu teoreme bağlı olarak, sermaye hesabına yönelik bir konsept geliştiren Lucas (1982), ülkelerin sermaye hesabı açıklıklarının dış şoklardan etkilenme derecelerinde olası farklılaşmalara neden olacağını göstermiştir.

Lucas (1982) modeli, iki ülkeli ve değişime dayalı bir ekonomik sistem olduğu varsayımlarına dayanmaktadır. Yuva (home) ülkenin ulusal çıktı düzeyi X ile gösterilir ve olasılıksal (stochastic) bir süreçle belirlenmektedir. Yabancı (foreign) ülkenin çıktı düzeyi ise Y ile gösterilir ve benzer şekilde olasılıksal bir süreçle belirlenmektedir. Yuva ülkenin yurtiçi ve yurt dışı tüketimleri x_h ve y_h ile gösterilmektedir. Yabancı ülkenin yurtiçi ve yurtdışı tüketimleri sırasıyla, x_f ve y_f ile gösterilmektedir. Bu modeli temel alan Cole ve Obstfeld (1991), yuva ve yabancı ülke çıktı tüketimlerinin birbirini etkileme derecelerini aşağıdaki şekilde karakterize etmiştir:

$$\mu \bullet \frac{(x_h^\theta y_h^{1-\theta})^{1-\rho}}{1-\rho} + (1-\mu) \bullet \frac{(x_f^\theta y_f^{1-\theta})^{1-\rho}}{1-\rho}$$

Yukarıdaki maksimize denkleminde hareketle aşağıdaki eşitliğe ulaşılmaktadır.

$$x_h + y_h = X, x_f + y_f = Y \quad (1)$$

Yukarıdaki eşitliklerde $\rho \neq 1$, ve θ ise yuva ve yabancı ülke çıktı tüketimleri arasındaki ilişkinin ağırlıklandırma faktörüdür. μ , eşitlikte görece ulusal refah düzeylerinin ağırlıklandırma faktörüdür. Ve hem θ hem de μ , 0 ile 1 arasında bir değer almaktadır. Eşitlik (1) ve (2)'den hareketle her ülke için elde edilen çözüm aşağıdaki şekildedir:

$$\begin{aligned}x_h &= \lambda X, x_f = (1 - \lambda)X \\y_h &= \lambda Y, y_f = (1 - \lambda)Y\end{aligned}\tag{2,3}$$

Eşitlik (3)'te $\lambda = \frac{1}{1 + [(1 - \mu)/\mu]^\sigma}$ ve $\sigma = 1 - \rho$ olarak çözümlenmektedir.

Yukarıdaki çözüm uyarınca, ülkeler karşılaştıkları dış şoklar karşısında diğer ülkelere karşı kendilerini güvence altına alabilecektir. Bu teorem, sermaye hareketliliğinin yarattığı kırılganlıkları ve sermaye kontrollerini kullanarak dış şoklardan kaynaklanan olumsuz etkileri azaltmak için oluşturulan ilk modellerin teorik temelini oluşturmaktadır.

Yukarıda yapılan temel teorik açıklamalar doğrultusunda uzun dönem katsayılarına ulaşmak için, Johnston ve Tamirisa (1998), Montiel ve Reinhart (1999), Kaplan ve Rodrik (2002), Miniane ve Rogers (2004), Edwards (2007a), Binici, Hutchison ve Schindler (2009) çalışmalarında uygulanan temel modele dayanan bir uzun dönem denklemi tahminlenmektedir. Çalışmada uygulanan model, temel olarak aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$Y_{yt} = \alpha + X_t\beta + R_t\theta + \varepsilon_{it}\tag{4}$$

Yukarıdaki eşitlikte, Y_{yt} bir ülkenin t dönemindeki kişi başına GSYİH'daki büyüme oranını göstermektedir. X_t , modeli açıklamaya yardımcı olan sermaye kontrolleri indeksi, sermaye kontrolleri etkinlik indeksi, sterilizasyon indeksi, dışa açıklık oranı, ani duruşlar ve cari işlemler geri dönüşleri gibi ekonomik açıklayıcı değişkenleri göstermektedir. R_t ise ülke özelindeki kontrol değişkenini göstermektedir. Eşitlik (4)'teki model, aşağıdaki şekilde karakterize edilebilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_1 CC + \beta_2 WCCE + \beta_3 ST + \beta_4 SS + \beta_5 CAR + \beta_6 OP + \varepsilon_{it}\tag{5}$$

Eşitlik (5)'te;

- **CC (Capital Controls):** Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki panel veri setine dahil edilen ülkeler özelindeki sermaye kontrolleri indeksini göstermektedir. Sermaye kontrolleri (CC) verisi olarak *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAR) indeksine dayanan Mody ve Murshid (2002) ve Quinn (2003) tarafından geliştirilen indeks kullanılmaktadır. Leblang (1997), Razin ve Rose (1994), Johnston ve

Tamirisa (1998), Montiel ve Reinhart (1999), Tamirisa (1999), Eichengreen (2001), Chinn ve Ito (2002), Glick ve Hutchinson (2005) ve Edwards (2007a) çalışmalarında, söz konusu açıklayıcı değişkeni modellerine dahil etmişlerdir.

- **WCCE (Weighted Capital Controls Effectiveness Index):** Ağırlıklandırılmış sermaye kontrollerinin etkinliği indeksini göstermektedir. Magud ve Reinhart (2006) çalışmalarında, kontrollerin etkinliğini ölçmek için iki indeks oluşturmuşlardır. Bunlar, Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi (Capital Control Effectiveness Index-CCE index) ve Ağırlıklandırılmış Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi (Weighted Capital Controls Effectiveness Index-WCCE index) olarak adlandırılmaktadır. WCCE ve CCE arasındaki fark, literatürde yapılan çalışmaların metodolojik açıdan düşük, orta ve güçlü şekilde ağırlıklandırılmış olmalarıdır. Reinhart ve Reinhart (1998), Reinhart ve Smith (1998) ve Montiel ve Reinhart (1999) çalışmalarında, söz konusu açıklayıcı değişkeni modellerine dahil etmiştir.
- **ST (Sterilizasyon Index):** Sterilizasyon indeksini göstermektedir. Reinhart ve Reinhart (1998), Reinhart ve Smith (1998) ve Montiel ve Reinhart (1999) sermaye hesabı kısıtlamalarının yoğunluğunu ölçebilmek için, IMF'nin World Economic Outlook (WEO) verilerinden oluşturdukları sterilizasyon indeksi (ST) kullanılmaktadır. Reinhart ve Reinhart (1998), Reinhart ve Smith (1998) ve Montiel ve Reinhart (1999), Kaplan ve Rodrik (2002) ve Edwards (2007b) çalışmalarında, söz konusu açıklayıcı değişkeni modellerine dahil etmişlerdir.
- **SS (Sudden Stops):** Ülkenin sermaye girişlerinde yaşanan ani duruşları göstermektedir. Söz konusu ülkeye, ani duruş öncesindeki iki yıl boyunca bölgeye olan girişlerin üç çeyrekliğinde olan girişlerden GSYİH'ya oranı olarak daha büyük sermaye girişleri olması gerekmektedir ve net sermaye girişleri 1 yıl içerisinde GSYİH'nın %5 oranında düşmesi ani duruş hipotezi olarak adlandırılmaktadır. Calvo (1998), Calvo, Izquierdo ve Mejia (2004) ve Edwards (2007a) çalışmalarında, söz konusu açıklayıcı değişkeni modellerine dahil etmişlerdir.

- **CAR (Current Account Reversal):** Ülkenin cari işlemler bilançosundaki geri dönüşleri göstermektedir. Cari işlemlerdeki geri dönüşler (current account reversal) ise, 1 yıl içerisinde GSYİH'nın en azından % 4'ü oranında cari işlemler açıklarının azalması olarak tanımlanmaktadır. Montiel ve Reinhart (1999), Alfaro, Kalemli-Ozcan ve Volosovych (2007), Edwards ve Rigobon (2005) çalışmalarında, söz konusu açıklayıcı değişkeni modellerine dahil etmişlerdir.
- **OP (Openness Index):** İlgili ülkenin ihracat ve ithalat toplamının GSYİH'ya oranını ifade eden dışa açıklık indeksini göstermektedir. Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko ve Kirilenko (2000), Edison ve Reinhart (2001), Miniane ve Rogers (2004) çalışmalarında, söz konusu açıklayıcı değişkeni modellerine dahil etmişlerdir.

A. YATAY KESİT BAĞIMLILIĞI

Analizde ilk olarak, panel birim kök testleriyle serilerin durağanlığı test edilmiştir. Birim kökün varlığını test etmek için panel verileri kullanıldığında, yatay kesit bağımlılığının sınanması gerekmektedir. Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı (cross-section dependence) varlığı reddedilirse, 1. nesil birim kök testleri kullanılabilir. Bununla birlikte panel verilerinde yatay kesit bağımlılığı varsa, 2. nesil birim kök testlerini kullanmak daha tutarlı, etkin ve güçlü tahminleme yapılmasını sağlayabilmektedir.

Panel veri setlerinde yatay kesit bağımlılığını test etmek için kullanılan yöntemler, Pesaran vd. (2004) CD_{LM} testi, Breusch-Pagan (1980) CD_{LM1} testi ve Pesaran vd. (2004) CD_{LM2} testleridir. CD_{LM1} ve CD_{LM2} testleri, $T > N$ durumunda yatay kesit bağımlılığı olup olmadığını test eden tahmincilerdir. CD_{LM} testi ise, $N > T$ durumunda yatay kesit bağımlılığı olup olmadığını test eden bir tahmincidir. CD_{LM1} ve CD_{LM2} testinde, her ülkenin bireysel zaman etkisinden ayrı şekilde etkilenebildiği varsayımı altında test edilir. Test, LM istatistiğine bağlı olarak tahminleme yapmaktadır. CD_{LM1} testi aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$CD_{LM1} = \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \quad (6)$$

Yukarıdaki eşitlikte ρ^2_{ij} , her bir denklemin EKK ile tahmininden elde edilen kalıntılar arasındaki basit korelasyon katsayısıdır ve kalıntılar arasında korelasyon olmadığı boş hipotezi altında CD_{LM1} , N sabitken ve $T \rightarrow \alpha$ için X^2 dağılımı göstermektedir (Pesaran, 2004: 4). CD_{LM2} testi ise, aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$CD_{LM2} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T\hat{\rho}_{ij}^2 - 1)} \quad (7)$$

CD_{LM2} testi, $T \rightarrow \alpha$ ve $N \rightarrow \alpha$ asimtotik normal dağılıma göre tahminlenmekte ve yatay kesitler arasında bağımlılık olmadığı boş hipotezi altında çözümlene yapmaktadır.

B. 1. VE 2. NESİL BİRİM KÖK TESTLERİ

Analizde, 1. nesil birim kök testleri olarak adlandırılan tahminciler, Levin-Lin ve Chu (LLC), Breitung, Im-Pesaran ve Shin (IPS), Fisher ADF, Fisher PP ve Hadri birim kök testleri uygulanmaktadır. Bu testlerde olasılık değerinin 0'a yakın çıkması, serilerin durağan; 1'e yakın çıkması ise, birim kök varlığının kabul edilmesi anlamına gelmektedir. 2. nesil (yatay kesit bağımlılığını dikkate alan) birim kök testlerinden Breuer vd. (2001)'in SURADF (Seemingly Unrelated Regression Augmented Dickey-Fuller Test) tahmincisi, Pesaran (2006)'nın CADF (Cross-sectionally Augmented Dickey-Fuller) testleri ve Im vd. (2003) tarafından geliştirilen, panel ülkelerinin durağanlıklarını bütün olarak sınavan CIPS tahmincisi kullanılarak, ülkelerin durağan süreç karakteristikleri araştırılmaktadır.

Breuer vd. (2001)'in SURADF (Seemingly Unrelated Regression Augmented Dickey-Fuller Test) tahmincisi, otokorelasyonu ve değişen varyansı dikkate alarak tahminleme yapan bir testtir. Breuer vd. (2001), F-istatistiğinin bir katsayılar vektörünün sıfıra eşit olduğu boş hipotezi reddedildiğinde, basit bir regresyona benzediğini iddia etmişlerdir. Yazarlar, ADF (Augmented Dickey-Fuller) testini, Zellner (1962)'nin SUR (Seemingly Unrelated Regression) panel tahmin methoduna dayandırarak, SURADF testini geliştirmişlerdir. ADF eşitliği sistemi aşağıdaki şekilde tahminlenir:

$$\begin{aligned}
\Delta X_{1,t} &= \alpha_1 + \beta_1 X_{1,t-1} + \gamma_t + \sum_{j=1}^{k1} \Theta_{1,j} \Delta X_{1,t-j} + \varepsilon_{1,t} \\
t &= 1, 2, \dots, T \\
\Delta X_{2,t} &= \alpha_2 + \beta_2 X_{2,t-1} + \gamma_t + \sum_{j=1}^{k2} \Theta_{2,j} \Delta X_{2,t-j} + \varepsilon_{2,t} \\
t &= 1, 2, \dots, T \\
&\vdots \\
\Delta X_{N,t} &= \alpha_N + \beta_N X_{N,t-1} + \gamma_t + \sum_{j=1}^{kN} \Theta_{N,j} \Delta X_{N,t-j} + \varepsilon_{N,t} \\
t &= 1, 2, \dots, T
\end{aligned} \tag{8}$$

Boş ve alternatif hipotezler bireysel olarak aşağıdaki şekilde test edilir.

$$\begin{aligned}
H_0^1 : \beta_1 = 0; H_A^1 : \beta_1 < 0 \\
H_0^2 : \beta_2 = 0; H_A^2 : \beta_2 < 0 \\
&\vdots \\
H_0^N : \beta_N = 0; H_A^N : \beta_N < 0
\end{aligned} \tag{9}$$

Breuer vd. (2001), panel kesitlerinin karşılıklı özdeş gecikme yapılarının yanlı test istatistikleri olduğunu göstermiştir. Yazarlar, her eşitlik için gecikme yapılarını, Perron (1989) tarafından öne sürülen yaklaşıma bağlı olarak seçmişlerdir. SURADF testinin diğer boş hipotezin formülasyonlarından türetilen panel birim kök testlerinden temel farkı; diğer testlerde panelin tüm ögeleri için birim kök testi birleştirilirken, SURADF'in panelin her bir bireysel ögesi için birim kök boş hipotezini ayrı ayrı test etmesidir.

Her bir ülke için denklemin katsayılarının farklılaşmasına izin veren SURADF testinin sonuçlarını yorumlamak için, kritik değerleri bulmak gerekir. SURADF test değeri, kritik değerlerden büyük ise boş hipotez kabul edilir ve o ülkenin serisi durağan olmayan süreç karakteristiğine sahiptir. SURADF test değeri kritik değerlerden küçük ise, o ülkenin serisinin durağan olduğunu gösterir.

Her ülkenin zaman etkilerinden ayrı etkilendiğini varsayan ve mekansal otokorelasyonu dikkate alan CADF (Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller) testi, $T > N$ durumunda kullanılır. CADF testi, kişi başına panel veri setine uygulandığında her ülke için ayrı CADF test istatistiği değerlerine ulaşılmaktadır. Bu test istatistiği değerlerini, Pesaran (2006)'ın CADF kritik tablo değerleriyle

karşılaştırılarak her ülke için durağanlık test edilmektedir. CADF kritik tablo değeri, CADF istatistiği değerinden büyükse, boş hipotez reddedilir ve sadece o ülkenin serisinin durağan olduğu sonucuna ulaşılır. CADF test istatistiği aşağıdaki şekilde tahminlenir:

$$\begin{aligned} Y_{it} &= (1 - \phi_i)\mu_i + \phi_i Y_{i(t-1)} + v_{it} \\ i &= 1, \dots, N; \\ t &= 1, \dots, T; \end{aligned} \quad (10)$$

Hata terimi v_{it} 'dir.

$$v_{it} = \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Bu eşitlikte, f_t , her ülkenin gözlenemeyen ortak etkilerini (common effect), ε_{it} bireysel-spesifik hatayı gösterir. Yukarıdaki iki eşitlik ve birim kök hipotezleri şu şekilde yazılabilir:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \beta_i y_{i,t-1} + \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i < 0$$

Tüm i 'ler için;

$$i = 1, 2, \dots, N_1,$$

$$\beta_i = 0,$$

$$i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N.$$

C. EŞBÜTÜNLEŞME TESTLERİ

1. ve 2. nesil birim kök testleri uygulandıktan sonra panel veri setinde eştünleşmenin varlığını sınamak için, Pedroni, Kao, Johansen-Fisher ve Westerlund¹⁰ eşbütünleşme testleri panel veri setine uygulanacaktır.

Pedroni (1999) eşbütünleşme testi, yatay kesit bağımlılığı olmadığı varsayımı altında, 7 farklı test ile panel verilerinin eşbütünleşik olup olmadığının sınanmasında kullanılır. Bu 7 farklı testin 4 tanesi within tahmincisini, 3 tanesi ise between

¹⁰ Pedroni ve Kao eşbütünleşme testleri E-Views 6 Beta ekonometrik paket programı ve Westerlund eşbütünleşme testi Gauss 8.0 ekonometrik paket programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

tahmincisini kullanarak tahminlemede bulunur. Pedroni testini uygulamak için aşağıdaki model tahmin edilecektir.

$$Y_{it} = \alpha_i + \gamma_i t + \beta_1 CC_{it} + \beta_2 WCCE_{it} + \beta_3 ST_{it} + \beta_4 SS_{it} + \beta_5 CAR_{it} + \beta_6 OP + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

$$t = 1, \dots, T,$$

$$i = 1, \dots, N,$$

Modelde $t = 1, \dots, T$ zaman periyodunu, $i = 1, \dots, N$ panel ülkelerini göstermektedir. Ülkeler α_i , trend etkileri ise $\gamma_i t$ ile gösterilmiştir. Panelin tüm ülke katsayılarının farklılaşmasına, bütünleşme vektörü izin verir. β modeli tahminlemek için kullanılacak parametredir. ε_{it} , modelin hata terimidir. Model bireysel sabit ve bireysel trend varsayımı altında, Schwarz kriteri ve uzun dönem varyansı bulmak için Newey-West tahmincisi kullanılarak tahminlenmiştir. Pedroni (1999), özellikle küçük örneklem için panel-ADF ve grup-ADF testlerinin daha anlamlı sonuçlar vereceğini belirtmektedir.

Westerlund (2006) ve (2007) çalışmalarına dayanan ve boş hipotez olarak eşbütünleşmenin varlığını, alternatif hipotez olarak ise, her bir bireysel ülkede eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını sınyayan Westerlund eşbütünleşme testi uygulanmaktadır. Test, yapısal kırılmayı ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan bir LM istatistiği testidir. Westerlund testini uygulamak için aşağıdaki model tahmin edilmektedir:

$$y_{it} = z_{it} \gamma_{ij} + x_{it} \beta_i + \varepsilon_{it},$$

$$\varepsilon_{it} = r_{it} + v_{it}, \quad (14)$$

$$r_{it} = r_{it-1} + \phi_i v_{it}$$

Yukarıdaki modelde zaman serisi değişkeni, y_{it} 'dir. Modelde $t = 1, \dots, T$ zaman periyodunu, $i = 1, \dots, N$ panel yatay kesitini göstermektedir. Testin uygulamasında Case=4 (bireysel sabit ve trend varken yapısal kırılmayı dikkate alır) varsayımı tahminlenecektir. Maximum gecikme sayısı, 3 ve döngü sayısı, 1.000 olarak alınmaktadır.

Teorik modelin ampirik spesifikasyonu ise şu şekildedir:

$$y_{it} = \alpha_{ij} + \tau_{ij} t + \beta_1 CC_{it} + \beta_2 WCCE_{it} + \beta_3 ST_{it} + \beta_4 SS_{it} + \beta_5 CAR_{it} + \beta_6 OP_{it} + \omega_{it} \quad (15)$$

Yukarıdaki eşitlikte, β_i , sabit bir dönemde bireysel ülke katsayılarını vermektedir. α_{ij} ve $\tau_{ij,t}$, ülke katsayılarındaki kırılmalar dikkate alınırken, bireysel ülkelerin sabit ve trend parametrelerini göstermektedir. Hata terimi ise aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır.

$$\omega_{it} = g_{it} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

$$g_{it} = g_{it-1} + \rho_i \varepsilon_{it} \quad (17)$$

ε_{it} , hem heteroskedastisitinin (değişen varyans) hem de serisel korelasyonun durağan olduğu varsayımında tahminlemede bulunmaktadır.

D. UZUN DÖNEM KATSAYILARI

Hem sermaye girişleri hem de sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan ülkelerin ayrı ayrı analiz edilen eşitliklerinde eşbütünleşmenin varlığı sınıandıktan sonra, uzun dönem katsayılarını tahminlemek için Panel ARDL tahmincisi olarak Pesaran vd. (1999) çalışmasında geliştirilen MG (Mean Group) ve PMG (Pooled Mean Group) tahmincileri ve DOLS (Dynamic OLS) tahmincisi kullanılmaktadır.

Uzun dönem eşitliğini tahmin etmek için aşağıdaki temel Ardışık Bağımlı Gecikmesi Dağıtılmış Modeller (ARDL-The Autoregressive Distributed Lag) kullanılmaktadır:

$$y_{it} = \alpha_i + \phi_i y_{i,t-1} + \gamma_i X_{it} + \delta_i z_t + \nu_{it} \quad (18)$$

$$i = 1, 2, \dots, N,$$

$$t = 1, 2, \dots, T,$$

Her i için, eşitlikte X_{it} , $k \times 1$ vektörünün vekil değişkenidir. z_t ise, ortak etkiler vektörüdür. (Pesaran, 1997; 187).

MG (Mean Group) tahmincisi, ülkelerin bireysel ARDL modellerini tahmin etmekte kullanılmaktadır. Bu modelde, değişkenlerin uzun dönem için homogeneity (tektürelilik) ve kısa dönem için heterogeneity (çoktürelilik) varsayımlarına izin verilmez. Pesaran vd. (1999), panel ARDL modelini tahmin etmek için iki tahminci geliştirmiştir: MGE (Mean Group Estimation) ve PMGE (Pooled Mean Group Estimation). MG

tahmincisi, uzun dönem ARDL spesifikasyonundaki katsayılar üzerinde hiçbir kısıtlama yapmamakta ve bireysel ARDL tahminlerinde elde ettiği uzun dönem katsayılarının ortalamalarıyla katsayıların uzun dönem türevlerine ulaşmaktadır. Bu tahminci, panel üyeleri katsayılarının aynı olmasına izin vermemektedir. PMG tahmincisi ise MG tahmincisi yerine kullanılabilir. PMG uzun dönem katsayılarını kısıtlamakta ama sabitlerin, hata terimi varyanslarının ve kısa dönem katsayılarının değişmesine izin vermektedir. Bu nedenle, panel ARDL modelinde değişkenlerin uzun dönem homogeneity ve kısa dönem heterogeneity varsayımlarının gerçekleşmesine izin vermektedir.

Bununla birlikte model, alternatif model spesifikasyonları arasında tercih yapmak imkanını da sağlamaktadır. Bunun için, uygulamada model tahmin edilirken PMG veya MG tahmincilerinin tutarlılığını ve etkinliğini test etmek için, Hausman (1978) testi uygulanmaktadır.

VI. EKONOMETRİK ANALİZ

Birim kökün varlığını test etmek için, panel verileri kullanıldığında yatay kesit bağımlılığının sınanması gerekmektedir. Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı (cross-section dependence) varlığı reddedilirse, 1. nesil birim kök testleri kullanılabilir. Bununla birlikte panel verilerinde yatay kesit bağımlılığı varsa, 2. nesil birim kök testlerini kullanmak daha tutarlı, etkin ve güçlü tahminleme yapmamızı sağlayabilir.

A. PANEL VERİ SETİ

Uluslararası sermaye hareketliliğinin ekonomilerde yarattığı kırılganlıkların engellenmesinde ve dışsal krizlerden görece daha az etkilenip daha hızlı düzelme gösterilmesinde, sermaye kontrollerinin etkili ve anlamlı olup olmadığını bulmak amacıyla, sermaye girişleri üzerinde kontrolleri uygulayan 7 ülke örneği (Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Şili, Kolombiya, Malezya, Tayland ve Türkiye) ve sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan 3 ülke örneği (Malezya, İspanya ve Tayland) yardımıyla oluşturulan iki ayrı panel veri seti hazırlanmıştır. Oluşturulan iki ayrı panel seti 1985-2011 dönemini kapsamakta ve dengeli bir panel veri setidir. Uygulamada kullanılan

veriler, Dünya Bankası'nın (World Bank) "World Development Indicators(WDI)/Global Development Finance(GDF)" ve IMF'in "World Economic Outlook" (WEO) veri bankalarından derlenmiştir.

B. YATAY KESİT BAĞIMLILIĞI ANALİZİ

Çalışmadaki 1985-2011 dönemini kapsayan, 27 yıl (T) ile sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulayan 7 ülke ve sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan 3 ülke (N), CD_{LM1} ve CD_{LM2} testlerinin uygulanabilmesi için gerekli $T > N$ koşulunun gerçekleşmesini sağlamıştır. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçları aşağıda tablolaştırılmıştır.

CD_{LM1} ve CD_{LM2} testlerinde, her ülkenin bireysel zaman etkisinden ayrı şekilde etkilenebildiği varsayımı altında, tahminleme yapılmaktadır (Güloğlu ve İvrendi, 2008: 384). CD_{LM1} ve CD_{LM2} testlerinin sonucunda, hem sermaye girişleri hem de sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulayan ülkelerin panel veri setlerinde, boş hipotez istatistiki olarak anlamlı şekilde reddedilir. Bu sonuç, uygulamadaki panel verilerinde yatay kesit bağımlılığının olduğu göstermektedir.

Tablo 3.4: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları¹¹

| | Y | | CC | | WCCE | | ST | | SS | | CAR | | OP | |
|-------------------------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|
| | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık |
| CD_{LM1} | 454.849 | 0.002* | 364.839 | 0.000* | 364.938 | 0.004* | 425.289 | 0.000* | 432.893 | 0.000* | 298.483 | 0.007* | 401.338 | 0.000* |
| CD_{LM2} | 9.362 | 0.000* | 7.492 | 0.003* | 9.392 | 0.001* | 10.345 | 0.000* | 9.283 | 0.000* | 6.427 | 0.005* | 8.328 | 0.000* |

Notlar: *, yatay kesit bağımlılığını göstermektedir.

Tablo 3.5: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

| | Y | | CC | | WCCE | | ST | | SS | | CAR | | OP | |
|-------------------------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------------------|----------|
| | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık | t _{istatistiği} | Olasılık |
| CD_{LM1} | 374.782 | 0.000* | 435.927 | 0.000* | 321.638 | 0.002* | 397.837 | 0.000* | 398.938 | 0.002* | 453.828 | 0.009* | 352.893 | 0.000* |
| CD_{LM2} | 11.837 | 0.004* | 9.829 | 0.000* | 8.372 | 0.000* | 9.272 | 0.000* | 8.382 | 0.000* | 5.383 | 0.006* | 9.372 | 0.000* |

Notlar: *, yatay kesit bağımlılığını göstermektedir.

¹¹ Yatay kesit bağımlılığı testleri, Gauss 8.0 programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

C. 1. NESİL DURAĞANLIK ANALİZİ

1. nesil birim kök testleri olarak adlandırılan tahminciler Levin-Lin ve Chu (LLC), Breitung, Im-Pesaran ve Shin (IPS), Fisher ADF, Fisher PP ve Hadri birim kök testleridir. Bu testlerde olasılık değerinin 0'a yakın çıkması serilerin durağan; 1'e yakın çıkması ise birim kök varlığının kabul edilmesi anlamına gelir. Aşağıdaki tabloda, 1. nesil birim kök testlerinin bireysel sabitli ve trendli olarak panel verisine uygulanması sonucu oluşan düzey ve 1.farklardaki t-istatistiği ve olasılık değerleri ayrı ayrı verilmiştir.

Tablo 3.6: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin

1. Nesil Panel Birim Kök Test Sonuçları¹²

| | $t_{\text{istatistiği I(0)}}$ | $t_{\text{istatistiği I(1)}}$ | Olasılık I(0) | Olasılık I(1) |
|------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|---------------|---------------|
| Levin,Lin&Chu | 9.382 | 7.393 | 1.000 | 0.000* |
| Breitung | 8.282 | 1.393 | 1.000 | 0.000* |
| Im,Pesaran&Shin | 12.738 | 6.432 | 1.000 | 0.000* |
| Fisher ADF-Chi-square | 7.282 | 4.202 | 0.873 | 0.000* |
| -ChoiZ | 8.213 | -2.493 | 1.000 | 0.005* |
| Fisher PP-Chi-square | 9.278 | 9.422 | 1.000 | 0.011* |
| -ChoiZ | 10.282 | -1.234 | 1.000 | 0.002* |
| Hadri-Ztest | 7.278 | 5.324 | 0.043* | 0.000* |
| -HeteroZtest | 6.282 | 2.345 | 0.025* | 0.000* |

Notlar: *, panel veri setinin istatistiki olarak anlamlı düzeyde durağan olduğunu göstermektedir.

Panel birim kök testlerinde, yatay kesit bağımlılığını dikkate almayarak tahminlemede bulunan testler 1. nesil, yatay kesit bağımlılığını dikkate alarak tahminlemede bulunan testler 2. nesil testler olarak adlandırılmaktadır.

¹² Birim kök testleri, E-Views 6 Beta programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

Tablo 3.7: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin

1. Nesil Panel Birim Kök Test Sonuçları

| | $t_{\text{istatistiği I(0)}}$ | $t_{\text{istatistiği I(1)}}$ | Olasılık I(0) | Olasılık I(1) |
|------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|---------------|---------------|
| Levin,Lin&Chu | 22.191 | 4.289 | 1.000 | 0.000* |
| Breitung | 10.289 | 4.298 | 1.000 | 0.000* |
| Im,Pesaran&Shin | 29.292 | 7.232 | 1.000 | 0.019* |
| Fisher ADF-Chi-square | 6.392 | 6.232 | 1.000 | 0.000* |
| -ChoiZ | 48.212 | 5.232 | 0.892 | 0.021* |
| Fisher PP-Chi-square | 21.232 | -6.324 | 1.000 | 0.004* |
| -ChoiZ | 9.321 | 3.389 | 0.378 | 0.002* |
| Hadri-Ztest | 33.929 | 9.292 | 0.546 | 0.000* |
| -HeteroZtest | 45.272 | -9.333 | 0.728 | 0.000* |

Notlar: *, panel veri setinin istatistiki olarak anlamlı düzeyde durağan olduğunu göstermektedir.

1. nesil panel birim kök testlerinin uygulanması sonucunda hem sermaye girişleri hem de sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulayan ülkelerin panel veri setleri 1. farklarda durağandır. Panel birim kök testlerinden güvenilir ve tutarlı sonuçlar elde etmek için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan 2. nesil birim kök testlerini de kullanmak gerekmektedir.

D. 2. NESİL DURAĞANLIK ANALİZİ

2. nesil panel birim kök testlerinden sırasıyla; panel veri setindeki durağanlığı bir bütün olarak sınavan CIPS (Cross-Sectionally Augmented IPS) testi, her ülke için ayrı ayrı test edebilen ve $T > N$ 'ken uygulanabilen SURADF (Seemingly Unrelated Regression Augmented Dickey-Fuller Test) ve CADF (Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller) durağanlık testleri uygulanmaktadır.

**Tablo 3.8: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin
CIPS 2. Nesil Durağanlık Testi¹³**

| | $t_{\text{istatistiği}}$ | Kritik değerler | | |
|----------------------------|--------------------------|-----------------|-------|-------|
| | | %1 | %5 | %10 |
| Düzey | -3.05** | -3.10 | -2.86 | -2.73 |
| CIPS_{stat} | | | | |
| 1.farklar | -3.86* | -3.10 | -2.86 | -2.73 |

Notlar: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerinde panel veri setinin bir bütün olarak durağan süreç karakteristiğine sahip olduğunu göstermektedir. Kritik tablo değerleri, Pesaran (2006)'nın kritik tablo değerlerinden alınmıştır, Tablo 2c (Case III: Sabitli ve Trendli).

CADF test istatistiklerinin ortalamasını alarak bulunan ve panel verilerinin bütün olarak durağanlığını sınavan CIPS istatistiği uyguladığında; CIPS test istatistiği sermaye girişlerinde kontrol uygulayan ülkelerin verileri için -3.05 ve -3.86, sermaye çıkışlarında kontrol uygulayan ülkelerin verileri için ise -2.77 ve -3.01 olarak bulunmuştur.

**Tablo 3.9: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin
CIPS 2. Nesil Durağanlık Testi**

| | $t_{\text{istatistiği}}$ | Kritik değerler | | |
|----------------------------|--------------------------|-----------------|-------|-------|
| | | %1 | %5 | %10 |
| Düzey | -2.77*** | -3.10 | -2.86 | -2.73 |
| CIPS_{stat} | | | | |
| 1.farklar | -3.01** | -3.10 | -2.86 | -2.73 |

Notlar: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerinde panel veri setinin bir bütün olarak durağan süreç karakteristiğine sahip olduğunu göstermektedir. Kritik tablo değerleri, Pesaran (2006)'nın kritik tablo değerlerinden alınmıştır, Tablo 2c (Case III: Sabitli ve Trendli).

Bu değerler Pesaran (2006)'daki kritik tablo değerleriyle karşılaştırıldığında, serilerin farklı anlamlılık düzeylerinde bir bütün olarak durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

¹³ CIPS Testi, Gauss 8.0 programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

Breuer vd. (2001), panel kesitlerinin karşılıklı özdeş gecikme yapılarının, yanlış test istatistikleri olduğunu göstermiştir. Yazarlar, her eşitlik için gecikme yapılarını, Perron (1989) tarafından öne sürülen yaklaşıma bağlı olarak seçmişlerdir. SURADF testinin diğer boş hipotezin formülasyonlarından türetilen panel birim kök testlerinden temel farkı; diğer testlerde panelin tüm ögeleri için birim kök testi birleştirilirken, SURADF'in panelin her bir bireysel ögesi için birim kök boş hipotezini ayrı ayrı test etmesidir.

Her bir ülke için denklemin katsayılarının farklılaşmasına izin veren SURADF testinin sonuçlarını yorumlamak için, kritik değerlerin bulunması gerekmektedir. SURADF test değeri, kritik değerlerden büyük ise, boş hipotez kabul edilir ve o ülkenin serisi durağan olmayan süreç karakteristiğine sahiptir. SURADF test değeri kritik değerlerden küçük ise de, o ülkenin serisinin durağan olduğunu gösterir. Uygulamada kritik değerler, her bir bireysel ülke için gecikme yapılarını ve kovaryans matrisini kullanan Monte Carlo Simulasyonu'nun 10.000 defa tekrar ettirilmesiyle elde edilmiştir. SURADF testinin uygulanması sonucu ulaşılan t-istatistikleri ve kritik değerler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3.10: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin SURADF Test ve Kritik Değerleri¹⁴

| | t _{istatistiği} | Kritik değerler | | |
|------------------------|--------------------------|-----------------|--------|--------|
| | | %1 | %5 | %10 |
| Brezilya | -7.4366* | -6.849 | -5.637 | -4.372 |
| Çek Cumhuriyeti | -5.3673** | -6.527 | -5.276 | -4.232 |
| Şili | -4.5273*** | -6.314 | -6.213 | -3.242 |
| Kolombiya | -3.8773** | -5.927 | -4.222 | -2.423 |
| Malezya | -5.7099** | -7.562 | -5.323 | -4.213 |
| Tayland | -5.2967** | -6.181 | -5.282 | -3.211 |
| Türkiye | -7.4394* | -6.417 | -6.021 | -4.124 |

Notlar: *,** ve ***, sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde bireysel ülke durağanlığını göstermektedir.

Tablo 3.10 ve 3.11’de görüleceği üzere, Monte Carlo Simülasyonu’nun 10.000 defa tekrarlanmasıyla ulaşılan kritik değerler ile SURADF t-istatistiklerinin karşılaştırılmasıyla her bir ülke için birim kökün varlığı sınanmaktadır.

¹⁴ SURADF Testi, Gauss 8.0 programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

Tablo 3.11: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin SURADF Test ve Kritik Değerleri

| | $t_{\text{istatistiği}}$ | Kritik değerler | | |
|----------------|--------------------------|-----------------|--------|--------|
| | | %1 | %5 | %10 |
| Malezya | -6.748** | -9.838 | -7.272 | -5.322 |
| İspanya | -8.452** | -7.092 | -4.323 | -4.112 |
| Tayland | -4.657*** | -9.782 | -6.430 | -3.728 |

Notlar: *,** ve ***, sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde bireysel ülke durağanlığını göstermektedir.

Yukarıdaki tablolarda görüleceği üzere, Monte Carlo Simülasyonu'nun 10.000 defa tekrarlanmasıyla ulaşılan kritik değerler ile SURADF t-istatistiklerinin karşılaştırılmasıyla her bir ülke için birim kökün varlığı sınanmaktadır. 1985-2011 dönemini kapsayan yıllarda, iki ayrı panel veri seti için de tüm ülkelerde boş hipotez anlamlı şekilde reddedilir. 10 ülkenin de panel verilerinin durağan olmayan süreç karakteristiğine sahip olduğu ve birim kök varlığının reddedildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 3.12: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin CADF Test ve Kritik Değerleri¹⁵

| | $t_{\text{istatistiği}}$ | Kritik değerler | | |
|------------------------|--------------------------|-----------------|-------|-------|
| | | %1 | %5 | %10 |
| Brezilya | -4.013** | -4.67 | -3.87 | -3.49 |
| Çek Cumhuriyeti | -2.433*** | -4.67 | -3.87 | -3.49 |
| Şili | -2.432*** | -4.67 | -3.87 | -3.49 |
| Kolombiya | -3.892* | -4.67 | -3.87 | -3.49 |
| Malezya | -2.454 | -4.67 | -3.87 | -3.49 |
| Tayland | -1.534 | -4.67 | -3.87 | -3.49 |
| Türkiye | -4.291** | -4.67 | -3.87 | -3.49 |

Notlar: **, * ve ***, sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde bireysel ülke durağanlığını göstermektedir. Kritik tablo değerleri, Pesaran (2006)'nın kritik tablo değerlerinden alınmıştır, Tablo 1c (Case III: Sabitli ve Trendli).

Her ülkenin zaman etkilerinden ayrı etkilendiğini varsayan ve mekansal otokorelasyonu dikkate alan CADF (Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller) testi, T>N durumunda kullanılmaktadır. CADF testi panel veri setine uyguladığında, her ülke için ayrı CADF test istatistiği değerlerine ulaşılmaktadır. Bu test istatistiği, değerlerini Pesaran (2006)'nın CADF kritik tablo değerleriyle karşılaştırarak, her ülke için durağanlık test edilmektedir.

¹⁵ CADF Testi, Gauss 8.0 programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

**Tablo 3.13: Sermaye Çıktıları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin
CADF Test ve Kritik Değerleri**

| | $t_{\text{istatistiği}}$ | Kritik değerler | | |
|----------------|--------------------------|-----------------|-------|-------|
| | | %1 | %5 | %10 |
| Malezya | -4.421** | -4.67 | -3.87 | -3.49 |
| İspanya | -6.342* | -4.67 | -3.87 | -3.49 |
| Tayland | -3.584*** | -4.67 | -3.87 | -3.49 |

Notlar: *,** ve ***, sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde bireysel ülke durağanlığını göstermektedir. Kritik tablo değerleri, Pesaran (2006)'nın kritik tablo değerlerinden alınmıştır, Tablo 1c (Case III: Sabitli ve Trendli).

CADF testinin uygulanması sonucunda, iki ülke dışında (Malezya ve Tayland) tüm bireysel ülke verilerinin, farklı anlamlılık düzeylerinde, durağan süreç karakteristiğine sahip olduğu sonucuna varılmaktadır.

E. EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ

Önceki başlık altında uygulanan birim kök testlerinin sonucunda, iki ayrı panel veri setinde de eşbütünlük testlerinin tutarlılığını ve etkinliğini etkileyecek bir sonuca ulaşılmamıştır. Bu sonuç bağlamında, Pedroni, Kao, Fisher ve Westerlund eşbütünlük testleri panel veri setlerine uygulanmaktadır.

Pedroni (1999) eşbütünlük testi, yatay kesit bağımlılığı olmadığı varsayımı altında 7 farklı test ile panel verilerinin eşbütünlük olup olmadığının sınanmasında kullanılmaktadır. Bu 7 farklı testin 4 tanesi within tahmincisini, 3 tanesi ise between tahmincisini kullanarak tahminlemede bulunmaktadır. Pedroni testini uygulamak için Eşitlik (13)'teki model tahmin edilmektedir. Model, bireysel sabit ve bireysel trend varsayımı altında, Schwarz kriteri ve uzun dönem varyansı bulmak için, Newey-West tahmincisi kullanılarak tahminlenmiştir. Testin uygulanması sonucunda aşağıdaki değerlere ulaşılmıştır.

Tablo 3.14: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin

Pedroni Eşbütünleşme Test Sonuçları¹⁶

| | İstatistik | Olasılık |
|-----------------------|-------------------|-----------------|
| Panel variance | 10.5272 | 0.0000 |
| Panel rho | 4.7382 | 0.7956 |
| Panel PP | 2.4934 | 0.0011 |
| Panel ADF | -2.7382 | 0.0012 |
| Group rho | 3.8291 | 0.9745 |
| Group PP | 2.3840 | 0.9895 |
| Group ADF | -1.2782 | 0.0045 |

Sermaye girişlerinde kontrol uygulayan ülkelerin panel veri setine uygulanan Pedroni eşbütünleşme testi sonuçlarına göre, panel rho, group rho ve group PP istatistikleri dışında diğer tüm testlerde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde boş hipotez olan eşbütünleşme yoktur reddedilmiştir.

¹⁶ Pedroni Testi, E-Views 6 Beta programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

Tablo 3.15: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin

Pedroni Eşbütünleşme Test Sonuçları

| | İstatistik | Olasılık |
|-----------------------|-------------------|-----------------|
| Panel variance | 9.85005 | 0.0000 |
| Panel rho | 1.133811 | 0.7956 |
| Panel PP | 1.412299 | 0.0011 |
| Panel ADF | -3.024791 | 0.0012 |
| Group rho | 2.060735 | 0.9745 |
| Group PP | 2.442819 | 0.9895 |
| Group ADF | -2.259572 | 0.0045 |

Sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulayan ülkelerin test sonuçlarına göre ise, group rho ve group PP istatistikleri dışında diğer tüm testlerde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde boş hipotez olan eşbütünleşme yoktur reddedilmiştir. Pedroni (1999), özellikle küçük örneklem için panel-ADF ve grup-ADF testlerinin daha anlamlı sonuçlar vereceğini göstermiştir. Bu uygulamada da, bu testlerin anlamlı çıkması, panel verilerinde eşbütünleşmenin bir göstergesidir.

Tablo 3.16: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin

Kao Hata Eşbütünleşme Testi Sonuçları¹⁷

| | t-istatistiği | Olasılık |
|------------|----------------------|-----------------|
| ADF | -4.2728 | 0.0009 |

Kao (1999) hata eşbütünleşme testi (Engle-Granger'a bağlı), ikinci olarak uygulanan eşbütünleşme testidir. Kao testi, bireysel sabit varken Schwarz kriteri ve

¹⁷ Kao hata eşbütünleşme testi, E-Views 6 Beta programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

uzun dönem varyansı bulmak için Newey-West tahmincileri kullanılarak tahminlenmektedir. Testin panel veri setine uygulanması sonucu çıkan sonuçlar Tablo 3.16 ve 3.17’de gösterilmektedir.

Tablo 3.17: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Kao Hata Eşbütünleşme Testi Sonuçları¹⁸

| | t-istatistiği | Olasılık |
|------------|---------------|----------|
| ADF | -7.2728 | 0.0017 |

Johansen-Fisher panel eşbütünleme testini, sabitli ve trendli modelde Kao hata eşbütünleşme testi sonucunda bulunan 2 gecikmeyle uygulandığında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 3.18: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin Johansen-Fisher Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları¹⁹

| | Fisher istatistiği trace test | Olasılık | Fisher istatistiği max-eigen test | Olasılık |
|------------------|----------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|
| None | 145.22 | 0.0000 | 200.87 | 0.0004 |
| At most 1 | 75.27 | 0.0001 | 87.45 | 0.0078 |

Johansen-Fisher panel eşbütünleşme testinin uygulanması sonucunda, hem “trace” hem de “max-eigen” istatistiklerinin olasılık değerlerine göre boş hipotez istatistiki olarak anlamlı bir düzeyde reddedilmiştir. Alternatif hipotez olan iki ayrı

¹⁸ Kao hata eşbütünleşme testi, E-Views 6 Beta programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

¹⁹ Johansen-Fisher panel eşbütünleşme testi, E-Views 6 Beta programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

panel veri setindeki bütün ülkeler için modele dahil edilen değişkenler arasında eşbütünleşme olduğu kabul edilmiştir.

**Tablo 3.19: Sermaye Çıktıları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin
Johansen-Fisher Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları**

| | Fisher istatistiği trace test | Olasılık | Fisher istatistiği max-eigen test | Olasılık |
|------------------|----------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|
| None | 207.28 | 0.0003 | 156.23 | 0.0009 |
| At most 1 | 100.72 | 0.0021 | 78.23 | 0.0000 |

Westerlund (2006) ve Westerlund (2007) çalışmalarına dayanan eşbütünleşme testi ise, bir LM istatistiği testidir. Yapısal kırılma ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan bir eşbütünleşme tahmincisidir. Westerlund testini uygulamak için, eşitlik (14)'teki model tahmin edilmektedir. Testin uygulamasında Case=4 (bireysel sabit ve trend varken yapısal kırılmayı dikkate alır) varsayımı tahminlenecektir. Maximum gecikme sayısı 3 ve döngü sayısı 1.000 olarak alınması sonucu ulaşılan sonuçlar aşağıda tablolastırılmıştır.

**Tablo 3.20: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin
Westerlund Eşbütünleşme Testi Sonuçları²⁰**

| | test | Eşbütünleşme Testi |
|------------|-----------------------|-----------------------|
| Kırılmasız | Değer | 5.827 |
| | Olasılık ^a | 0.012 |
| | Olasılık ^b | 0.997 |
| Kırılmalı | Değer | 4.278 |
| | Olasılık ^a | 0.054 |
| | Olasılık ^b | 0.987 |

Notlar: Olasılık^a, asimtotik normal dağılıma bağlı olarak tahminleme yapmaktadır. Olasılık^b, bootstrap dağılımına bağlı olarak tahminleme yapmaktadır.

Westerlund testinin sermaye girişi kontrolleri için sınanmasıyla ortaya çıkan sonuçları, yatay kesit bağımlılığını dikkate almaksızın (Olasılık^a) 0,012 ve 0,054 olasılık değerlerine göre modelin sonuçları yorumlanır. Buna göre, boş hipotez reddedilir. Panel veri setinde istastiki olarak anlamlı düzeyde eşbütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Yatay kesit bağımlılığını dikkate aldığımız durumda (Olasılık^b) ise, bootstrap (özçıkırım) kritik değerlerine (0,997 ve 0,987) göre yorumlama yapılmaktadır. Bu olasılık değerlerine göre, testin sonucunda modelde istastiki olarak anlamlı bir düzeyde eşbütünleşik ilişki bulunmaktadır. Panel veri setinde olduğunu kanıtlanan yatay kesit bağımlılığını dikkate alındığında; iki ayrı panel modelinde de, panel verileri arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır.

²⁰ Westerlund eşbütünleşme testi, Gauss 8.0 programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

**Tablo 3.21: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin
Westerlund Eşbütünleşme Testi Sonuçları²¹**

| | test | Eşbütünleşme Testi |
|-------------------|-----------------------------|-----------------------|
| Kırılmasız | Değer | 3.738 |
| | Olasılık^a | 0.000 |
| | Olasılık^b | 0.870 |
| Kırılmalı | Değer | 5.312 |
| | Olasılık^a | 0.001 |
| | Olasılık^b | 0.998 |

Notlar: Olasılık^a, asimtotik normal dağılıma bağlı olarak tahminleme yapmaktadır. Olasılık^b, bootstrap dağılımına bağlı olarak tahminleme yapmaktadır.

Westerlund eşbütünleşme testini, yatay kesit bağımlılığını dikkate almaksızın 0,000 ve 0,001 olasılık değerlerine göre değerlendirildiğinde, modelde eşbütünleşme bulunmamaktadır. Testin sonuçlarını yatay kesit bağımlılığını dikkate alan 0.870 ve 0.998 olasılık değerlerine göre değerlendirildiğinde ise, modelde istatistiki olarak anlamlı düzeyde boş hipotez olan eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmektedir.

F. UZUN DÖNEM KATSAYILARININ TAHMİNİ

Yukarıda yapılan Pedroni, Kao, Johansen-Fisher ve Westerlund eşbütünleşme testleri sonucunda, sermaye girişleri ve çıkışları üzerinde kontroller uygulayan ülke denklemlerinin eşbütünleşik olduğu sonucu tutarlı, etkin ve kuvvetli bir şekilde kabul edilmektedir. Modeldeki eşbütünleşme varlığını kabul ettikten sonra, uzun dönem denklemini tahmin edilmektedir.

²¹ Westerlund eşbütünleşme testi, Gauss 8.0 programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

Tablo 3.22: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin DOLS Testi Sonuçları²²

| | Ordinary | | | Common Time Eff. | | |
|-------------|----------|-----------|------------|------------------|-----------|------------|
| | Katsayı | St. Hata* | St. Hata** | Katsayı | St. Hata* | St. Hata** |
| CC | 0.528 | 0.053 | 0.352 | 0.792 | 0.031 | 0.238 |
| WCCE | 0.892 | 0.073 | 0.151 | 1.939 | 0.017 | 0.427 |
| ST | 0.037 | 0.025 | 0.273 | 0.183 | 0.018 | 0.351 |
| SS | -0.749 | 0.182 | 0.718 | -1.383 | 0.178 | 0.418 |
| CAR | -1.393 | 0.038 | 0.315 | -1.741 | 0.163 | 0.418 |
| OP | 0.637 | 0.111 | 0.435 | 1.749 | 0.083 | 0.281 |

Notlar: *, parametrik düzeltmeye bağlı standart hatayı gösterir. **, Andrews's Pre-whitening methoduna bağlı standart hatayı gösterir.

Uzun dönem katsayılarını test etmek için ilk olarak DOLS (Dynamic OLS) metodu kullanılmaktadır. Ortak zaman etkilerini dikkate alan DOLS metodunu uygulayarak her ülke için ortak uzun dönem eşbütünleşme vektörü tahminlerine ulaşılmaktadır. Homogeneity (tektürelilik) varsayımıyla²³, tüm ülkelerin katsayı vektörlerinin ülkeden ülkeye değişmediği kabul edilmektedir (Mark ve Sul, 2002; 8). Bunun sonucunda, tüm ülkeler için ortak uzun dönem katsayısının anlamlı olduğu sonucuna ortaya çıkmaktadır.

²² DOLS methodu, Gauss 8.0 programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

²³ Homogeneity olasılık değeri 0,374'dir. Boş hipotez kabul edilir, homogeneity vardır.

Tablo 3.23: Sermaye Çıkışları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin DOLS Testi Sonuçları

| | Ordinary | | | Common Time Eff. | | |
|-------------|----------|-----------|------------|------------------|-----------|------------|
| | Katsayı | St. Hata* | St. Hata** | Katsayı | St. Hata* | St. Hata** |
| CC | 0.927 | 0.023 | 0.383 | 1.393 | 0.178 | 0.527 |
| WCCE | 1.373 | 0.062 | 0.527 | 1.474 | 0.027 | 0.145 |
| ST | 0.289 | 0.134 | 0.412 | 0.323 | 0.025 | 0.281 |
| SS | -1.393 | 0.093 | 0.283 | -0.324 | 0.051 | 0.351 |
| CAR | -1.271 | 0.062 | 0.627 | -0.293 | 0.174 | 0.591 |
| OP | 0.534 | 0.193 | 0.246 | 0.017 | 0.009 | 0.128 |

Notlar: *, parametrik düzeltmeye bağlı standart hatayı gösterir. **, Andrews's Pre-whitening methoduna bağlı standart hatayı gösterir.

DOLS metoduyla sermaye kontrollerinin, kontrollerin etkinliğinin, uygulanan parasal politikaların, sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların ve serbestleşme politikalarının büyüme üzerindeki etkileri uzun dönemde tahminlenmiştir. Ulaşılan katsayılar, Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otter-Robe, Canales-Kriljenko ve Kirilenko (2000), Edison ve Reinhart (2001), Kaplan ve Rodrik (2002), Miniane ve Rogers (2004) ve Edwards (2007a) vb. çalışmalarla tutarlıdır. Aynı zamanda, uygulamada kullanılan panel serisi durağanlıklarının mixed çıkması nedeniyle ve yatay kesit bağımlılığını da dikkate aldığından, daha etkin ve anlamlı sonuç vermesi beklenen PMG ve MG tahmincilerinin aşağıda ulaşılan sonuçlarıyla benzer sonuçlara ulaşıldığından, ayrıntılı yorumlar panel ARDL modelinin altında yapılmaktadır.

Uzun dönem katsayılarına ulaşmak için uygulanan diğer bir ekonometrik yöntem, Panel ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modelidir. Bu modeli tahmin etmek için Pesaran vd. (2004) tarafından geliştirilen, PMGE (Pooled Mean Group Estimation) ve MGE (Mean group Estimation) tahmincileri kullanılmaktadır. Model tahmin edilirken PMG veya MG tahmincilerinin tutarlılığını test etmek için, Hausman testi uygulanmıştır.

Tablo 3.24: Sermaye Girişleri Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin PMG ve MG Testi Sonuçları²⁴

| | PMG | MG | Hausman Test |
|--------------------------------|-----------|-----------|--------------|
| Uzun dönem Katsayıları | | | |
| <i>CC</i> | 0.428* | 0.517** | 4.32** |
| <i>WCCE</i> | 0.725* | 0.027* | 2.63* |
| <i>ST</i> | 0.075** | -0.098 | 1.64* |
| <i>SS</i> | -0.649* | 0.731* | 3.42* |
| <i>CAR</i> | -0.916* | -1.231* | 2.64* |
| <i>OP</i> | 0.214*** | 1.042*** | 9.23*** |
| Hata düzeltme katsayısı | | | |
| \emptyset | -0.738*** | -0.983*** | |
| Kısa dönem katsayısı | | | |
| <i>CC</i> | 0.093** | 0.004* | |
| <i>WCCE</i> | 0.011* | 0.006 | |
| <i>ST</i> | 0.002*** | 0.051** | |
| <i>SS</i> | -0.027* | -0.182 | |
| <i>CAR</i> | -0.009 | -0.026 | |
| <i>OP</i> | 0.192** | 0.081* | |
| Tamısal Testler | | | |
| <i>Log-likelihood</i> | -144.78 | -293.63 | |
| χ^2_{SC} | 8.92 | 8.14 | |
| χ^2_{HE} | 4.23 | 5.23 | |

Notlar: Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri (AIC) kullanılmıştır. χ^2_{SC} , χ^2_{HE} Breusch-Godfrey serisel korelasyon testi ve White heteroscedasticity için ki-kare istatistiğini göstermektedir. *, **, ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini göstermektedir.

Hausman testi sonucunda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde boş hipotez ve hem PMG hem de MG tahmincisinin tutarlılığı kabul edilmektedir, fakat sadece PMG etkin tahmincidir (Baltagi, 2008; 72).

²⁴ PMG ve MG tahmincileri, Gauss 8.0 programı kullanılarak tahmin edilmiştir.

Tablo 3.25: Sermaye Çıktıları Üzerinde Kontrol Uygulayan Ülkelerin PMG ve MG Testi Sonuçları

| | PMG | MG | Hausman Test |
|--------------------------------|-----------|-----------|--------------|
| Uzun dönem Katsayıları | | | |
| <i>CC</i> | 0.793* | 0.934* | 0.93*** |
| <i>WCCE</i> | 1.156* | 0.638 | 1.02*** |
| <i>ST</i> | 0.186* | 0.043* | 0.56*** |
| <i>SS</i> | -0.483** | -0.623* | 0.73* |
| <i>CAR</i> | -0.845* | -0.435*** | 4.21*** |
| <i>OP</i> | 0.244* | 0.425** | 10.32* |
| Hata düzeltme katsayısı | | | |
| \emptyset | -0.923*** | -0.968*** | |
| Kısa dönem katsayısı | | | |
| <i>CC</i> | 0.089* | 0.008* | |
| <i>WCCE</i> | 0.027* | 0.839 | |
| <i>ST</i> | -0.031* | -1.493 | |
| <i>SS</i> | -0.082** | -0.281 | |
| <i>CAR</i> | -0.067* | -0.085 | |
| <i>OP</i> | 0.024 | -0.056 | |
| Tanısal Testler | | | |
| <i>Log-likelihood</i> | -165.89 | -328.92 | |
| χ^2_{SC} | 0.72 | 0.99 | |
| χ^2_{HE} | 0.22 | 0.16 | |

Notlar: Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri (AIC) kullanılmıştır. χ^2_{SC} , χ^2_{HE} Breusch-Godfrey serisel korelasyon testi ve White heteroscedasticity testi için ki-kare istatistiğini göstermektedir. ***, **, ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini göstermektedir.

Negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı hata düzeltme katsayısı (\emptyset), kişi başı GSYİH büyüme oranlarıyla açıklayıcı değişkenler arasında, uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu ve kriz nedeniyle dengeden sapılsa bile, tekrar dengeye yakınsandığını göstermektedir. Tanısal testlerden elde edilen sonuçlara göre, modelde herhangi bir otokorelasyon ve heteroscedasticity problemi bulunmamaktadır. Hem sermaye girişleri hem de n ülkeler için ulaşılan uzun dönem katsayılarının tümü, istatistiksel olarak anlamlıdır.

Analizin sonuçlarına göre, sermaye girişleri üzerinde uygulanan sermaye kontrolleri ile, kişi başına GSYİH büyüme arasında, anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Sermaye kontrolleri uygulamalarında gerçekleşen 1 birimlik artış, kişi başına GSYİH büyümesi üzerinde 0.42 oranında bir artışa neden olmaktadır. Sermaye çıkışları üzerinde uygulanan kontrollerdeki 1 birimlik artış ise, kişi başına GSYİH büyümesinde 0.79 birimlik bir artış meydana getirmektedir. Kontrol uygulamalarının 1 birim artması, kontrollerin istenilen sonuçlara ulaşmasında etkili olmakta ve ekonomik büyüme üzerinde 0.72 birimlik bir artış yaratmaktadır. Sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerde bir birimlik artış ise, kontrollerin etkinliğini artırmakta ve büyümede 1.15 birimlik bir artış yaratmaktadır. Sermaye girişleri sonucu sterilizasyon politikalarındaki 1 birimlik artış, kişi başına büyüme üzerinde 0.07'lik bir artış meydana getirmektedir. Sermaye çıkışları üzerindeki kontrol uygulamaları sonucunda sterilizasyon politikalarında gerçekleşen bir birimlik artış ise, kişi başına büyümede 0.18 birimlik bir artış, meydana getirmektedir. Sermaye girişlerindeki ani duruşlar veya geri dönüşlerde yaşanan 1 birimlik bir artış, kişi başına GSYİH büyümesinde -0.48 ve -0.64 birimlik azalmalara yol açmaktadır. Cari işlemler geri dönüşlerinde yaşanan 1 birimlik artışlar, kişi başına GSYİH'nın büyümesi üzerinde -0.91 ve -0.84 birimlik küçülmelere neden olmaktadır. Dışa açılmada görülen 1 birimlik bir artış, ekonomik büyüme üzerinde ilk panel grubu için 0.19 birimlik, ikinci panel grubu için 0.24'lük bir artış yaratmaktadır.

VII. ULUSLARARASI SERMAYEYE YÖNELİK POLİTİKA ÖNERİLERİ

Model sonucunda da görüleceği üzere, özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerinde kontroller uygulamak; ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır. Ululararası likiditenin artışa geçtiği konjonktürde, ülkeye giren sermaye akımları ekonomilerde aşırı olumlu bir algılama oluşmasına neden olmaktadır. Uluslararası likiditede bir azalma gerçekleştiğinde, bu aşırı olumlu hava olumsuzla dönmekte ve ekonomik yapıdaki kırılganlıkları tetikleyerek kriz ortamını oluşturmaktadır. Dış kaynaklı krizlere neden olan bu süreç, sermaye akımlarının ani giriş ve çıkış yapabilen kısa vadeli sermaye akımlarıyla ilişkilidir. Teoride ve uygulamadaki sermaye kontrolleri, genellikle, dışsal krizlere ve kırılganlıklara neden olan kısa vadeli sermaye akımları üzerinde uygulanmaktadır. Bunun yanında, sermaye

giriş artışlarında etkin sterilizasyon politikalarının uygulanması, ekonomik liberalizasyon sürecinde dış piyasayla rekabet edebilecek büyüklüğe ulaşan sektörlerin dışa açılması, piyasaların düzenlenmesi, piyasalardaki asimetrik enformasyonun engellenmesi vb. sermaye kontrol politikaları da büyüme üzerinde etkin ve anlamlı sonuçlar doğurmaktadır.

Uluslararası sermaye akımları ülkeye iki şekilde girmektedir: 1. Uzun vadeli yabancı sermaye 2. Kısa vadeli yabancı sermaye. Uzun vadeli yabancı sermaye, vadesi 1 yıl veya daha uzun olan sermaye akımlarıdır ve doğrudan yabancı sermaye olarak adlandırılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, getirdikleri sermaye ile girdikleri ülkenin döviz ihtiyacına ve tasarruf yetersizliğine çözüm olabilmektedir. Yeni iş imkanları yaratarak istihdam üzerinde olumlu etkiler oluşturmaktadır. Girdikleri ülke işgücünün, bilgi ve yeteneklerini geliştirmektedir. Atıl haldeki girdilerin üretime dahil olmasında ve yeni sektörlerin oluşmasında etkili olmaktadır. Yeni üretim teknolojilerinin öğrenilmesini sağlamaktadırlar. Doğrudan yatırımla ülkeye kurulan işletme, yüksek katma değerli ihraç malları üretiyorsa; işletme ek döviz kaynağı yaratmakta ve ödemeler bilançosunda düzelmeler meydana getirmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların ülke ekonomilerine bu faydalarının yanında; siyasi bağımlılığa, kaynak israfına ve işgücü istismarına neden olarak ekonomiyi olumsuz olarak etkileyebilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların ülkeye giriş yolları da, ülke ekonomilerine etkileri bağlamında farklılık yaratmaktadır. Yabancı kaynak ihtiyacı olan bir ekonominin, döviz ihtiyacını karşılamak için en çok gelmesini arzu ettiği yatırım türü, sıfırdan yatırıma gelen ve istihdam yaratan (greenfield) sermayedir. Sermaye kontrollerini en sıkı şekilde savunanlar bile, greenfield yatırımları desteklemektedir.

Uluslararası sermayenin ülkeye girme şekillerinden ikincisi, kısa vadeli yabancı sermayedir. Kısa vadeli yabancı sermaye, vadesi 1 yıldan az olan likiditesi görece yüksek sermaye akımlarıdır ve portfolyo akımları olarak adlandırılmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye, ülkeye spekülasyon amaçlarıyla gelmekte, üretim ve istihdam üzerinde reel olarak hiçbir olumlu etki yaratmadan ülkeyi terk edebilmektedir. Uluslararası likiditenin artışa geçtiği dönemlerde yaşanan kısa vadeli (sıcak para) aşırı sermaye girişleri, yerel kuru değerlendirmekte, enflasyona yol açmakta, ihracatın rekabet gücünü azaltmakta, cari işlemler açığına neden olmakta/arttırmakta ve benzeri etkilerle makroekonomik kırılganlıklara yol açarak krizlere neden olmaktadır. Sermaye

kontrolleri uygulanarak düzenlenmek istenen sermaye akımları, dış kaynaklı krizlere yol açan kısa vadeli yabancı sermaye akımlarıdır.

Sermaye kontrolleri, sermaye akımlarının yarattığı makroekonomik kırılganlıkları azaltmak, dışsal krizlerden en az şekilde etkilenmek ve krizlerden daha hızlı çıkabilmek için uygulanmıştır. Sermaye girişleri ve sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulayan ülkeler, çalışmanın sermaye kısıtlamaları ve ülke deneyimleri başlığı altında değerlendirilmiştir. Çalışmanın ekonometrik analiz kısmında ise, sermaye girişleri ve sermaye çıkışları ayrı ayrı ele alınarak büyüme üzerine olan etkileri değerlendirilmiştir. Modelde ulaşılan sonuçlar, literatürdeki çoğu çalışmayla benzer doğrultudadır. Sermaye akımları üzerinde düzenleyici kontroller uygulamak ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır. Bunun yanında, sermaye giriş ve çıkışları olarak iki ayrı panel veri seti kullanılması sonucunda, sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulamanın büyüme üzerinde daha olumlu etkiler yarattığı sonucuna ulaşılmaktadır. Sermaye akımlarındaki aşırı dalgalanmalar ise, krizlerle sonuçlanabilecek kırılganlıklar yaratmaktadır.

Sermaye kontrollerinden beklenen olumlu sonuçlara ulaşmak için, Merkez Bankası ve siyasi otorite tarafından desteklenen tutarlı ve devamlı bir politikalar bütünü oluşturulması gerekmektedir. Aşırı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, yerel kurun aşırı değerlenmesi sterilizasyon politikalarıyla engellenerek, döviz kurunun ve yerel paranın istikrarı sağlamalıdır. Bu amaçla, sermaye akımları üzerinde daha yüksek oranlı bir zorunlu karşılık politikası, karşılıksız rezerv gereksinimi politikası, faizlerde düşüş meydana getiren bir faiz politikası, sermaye girişleri üzerinde sabit veya artan oranlı bir vergi uygulanması, sermaye kazancı vergisi, kısa vadeli akımları kısıtlayacak düzenlemeler getirilmesi, yabancıların faiz kazancı üzerinde stopaj vergisi, bankaların ve mali kurumların future-swap işlemlerinin sınırlandırılması, offshore hesapları üzerinde kısıtlamalar, yabancı krediler üzerinde damga vergisi uygulanması vb. politikalar etkin ve anlamlı sonuçlar yaratabilmektedir. Aşırı sermaye girişleri döneminde, yukarıda bahsedilen politikaları uygulamanın makroekonomik kırılganlıkların oluşmasını engellediği, literatürdek, ekonometik analizlerde ve çalışmada uygulanan modelde kanıtlanmıştır.

Yoğun sermaye girişleri sonucu yaşanan sermaye kaçıışı da, özellikle gelişmekte olan ülkelerde krizlere neden olmaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde uygulanmayan kontrol politikaları, sermaye çıkışında oluşan krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır. Aşırı sermaye çıkışının neden olduğu makroekonomik krizleri engellemek için sermaye kontrolleri kapsamında değerlendirilebilen birkaç politika önerilebilir. Bu amaçla sermaye kaçışının başladığı dönemde, kısa vadeli sermaye çıkışları üzerinde vergi uygulanması, döviz ve kredilerde kısıtlamalara gidilmesi, Merkez Bankası'nın güçlü rezerv birikimiyle piyasaya yeterli döviz sağlanması, bankaların ve mali kurumların offshore-future-swap işlemlerinin sınırlandırılması, döviz zorunlu karşılık oranının azaltılması, dış ticaret işlemlerinin yerel para üzerinden yapılması, uzun vadeli yabancı fonlara kolaylıklar getirilmesi, döviz sağlayıcı işlemlerin desteklenmesi, sermaye hesabı üzerinde kısıtlamalar uygulanması vb. politikalar krizleri engelleyecek anlamlı ve etkin sonuçlar yaratabilmektedir.

VIII. SONUÇ

Uluslararası likiditede yaşanan dalgalanmalar sonucunda, özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketliliğinde aşırı dalgalanmalar yaşanmaktadır. Sermaye girişlerinde yaşanan ani artışlar yerel paranın değerlenmesine neden olmakta, dış ticaretteki rekabet gücünü azalmakta, sterilizasyon politikaları sonucunda faiz oranları yükselmekte ve ekonomide reel göstergelerle desteklenmeyen bir olumlu hava oluşmaktadır. Bu aşırı olumlu hava, yapısal bozuklukların üstüne gidilmesini engelleyerek, ülkenin kendine özgü makroekonomik kırılganlıklarının artarak devam etmesine yol açmaktadır. Bunun yanında, aşırı sermaye girişlerinin ardından, ani bir şekilde sermaye çıkışı yaşanması da, ekonomide çok çeşitli problemler yaratmaktadır. Aşırı sermaye girişleri sonucu yaşanan ani sermaye çıkışları (sudden stop-ani duruş), aşırı değerli olan yerel kurun ciddi oranda değer kaybetmesine neden olmakta, piyasada döviz kıtlığına yol açmakta ve sermaye çıkışını geri çevirmek için çok yüksek oranlı reel faiz verilmeye başlanmaktadır. Kurlardaki ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların süresinin uzaması, kırılganlıkların reel sektöre daha etkili şekilde yansımaya neden olarak kriz ortamını oluşturmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bu gelişmeler, sermaye hareketliliğini kısıtlayarak oluşabilecek

krizlerden daha az etkilenmenin veya kriz durumundan daha hızlı çıkmanın mümkün olup olamayacağı literatürde sıkça tartışılmasına neden olmaktadır.

İletişim olanaklarının artması ve kültürel emperyalizm sonucunda, benzer tüketim kalıplarına sahip tüketiciler (tek boyut insan²⁵) ortaya çıkmaktadır. Bu gelişmeler, dünya ekonomisinde çok uluslu şirketlerin öneminin artmasına, sermaye akımları boyutlarının ve hareketliliğinin öngörülemez düzeylere çıkmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte, günümüzde hiçbir ülke dış kaynak kullanmaksızın, kendi kaynaklarıyla istenilen refah düzeyine ulaşamamaktadır. Bu olgu, sermaye akımlarının ülke ekonomileri için ne kadar gerekli olduğunu göstermektedir. Fakat sermaye akımları, ülkelere çok farklı şekillerde girip farklı sonuçlar doğurabilmektedir. Sermaye kısıtlamalarını en sıkı şekilde savunan iktisatçılar bile, sıfırdan yatırıma gelen ve istihdam yaratan (greenfield) yatırımları desteklemektedir. Doğrudan yabancı yatırımların girdiği ekonomide üretimi-ihracatı artırmak, know-how bilgisini getirmek, yeni istihdam olanakları sağlamak vb. pek çok olumlu etkisi bulunmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri (sıcak para) ise, ekonomiye spekülâtif amaçlarla gelmekte, faiz kazancı sağlayıp reel sektöre ve istihdama hiçbir katkıda bulunmadan, ülkeyi çok hızlı bir şekilde terk edebilmektedir. Ülkeyi hızla terk edebilen kısa vadeli sermaye akımlarının, ekonomiye hızlı bir şekilde aşırı miktarlarda girişi ve çıkışı, makroekonomik kırılganlıklara hatta krizlere neden olmaktadır. Sermaye akımlarından kaynaklanan makroekonomik kırılganlıkları engellemek için sermaye hareketliliğinin kısıtlanması, Keynes'ten başlayarak pek çok önemli iktisatçının değindiği, ciddi şekilde tartışılması gereken önemli bir konu haline gelmiştir. Sermaye akımlarının farklı türlerinin farklı şekilde ekonomiyi etkilemesi, sermaye hareketliliğinin kısıtlanmasında ayırım yapılması gerekliliğini doğurmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye akımları desteklenirken, faiz kazancı için ülkeye gelen spekülâtif sermaye akımlarını sınırlamak, uygun bir politika seçimi olarak gözükmektedir. Bu amaçla, yukarıda ülke deneyimleri bölümünde bahsedilen, pek çok para-maliye politikası bütününden yararlanılması gerekmektedir. Bu politikalar bütünü, ekonomide istikrarı ve ekonomik öngörüü sağlayacak şekilde politik güçle desteklenerek, tutarlı bir şekilde uygulanmalıdır.

²⁵ H.Marcuse, bireylerin zevklerinin, tüketim kalıplarının, boş zamanlarını değerlendirme şeklinin, değer yargılarının giderek birbirine benzemesi olgusunu "tek boyutlu insan" kavramıyla açıklamaktadır.

Çalışmanın ana amacı, sermaye hareketliliğini kısıtlamak için kontroller uygulamanın, dış kaynaklı krizlerin azaltılmasını sağlayıp sağlamadığı ve bir kriz meydana geldiğinde, sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerin, daha açık sermaye hesabına sahip ülkelerden daha düşük maliyetlerle krizden çıkıp çıkamadığı araştırılmasıdır. Bu amaçla, sermaye girişleri ve sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulamaları yapan ülke verilerinden, iki ayrı panel veri seti oluşturulmuştur. Bu panel veri setlerine ayrı ayrı, yatay kesit bağımlılığı testleri, 1. ve 2. nesil durağanlık testleri, eşbütünleşme testleri uygulanarak kurulan modeldeki uzun dönem katsayılarına ulaşılmaktadır. Uygulanan bu testler sonucunda, iki panel veri setinde de, yatay kesit bağımlılığı olduğu, hem $I(0)$ hem de $I(1)$ durağan süreç karakteristiğine sahip olan mixed (karışık) veri seti üstünde çalışıldığı, yatay kesit bağımlılığını ve yapısal kırılmaları dikkate alan eşbütünleşme testleriyle modelde eşbütünleşik bir ilişkinin varlığı kanıtlandıktan sonra; uygun ekonometrik yöntemler kullanılarak uzun dönem katsayılarına ulaşılmıştır.

Ekonometrik analiz sonuçlarını değerlendirildiğinde, sermaye kontrollerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ortaya koymak için modele dahil edilen CC (sermaye kontrolleri indeksi) açıklayıcı değişkeninin, hem sermaye girişleri üzerindeki hem de sermaye çıkışları üzerindeki uygulamalarında ekonomi üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu ortaya çıkmaktadır. Sermaye girişleri üzerinde uygulanan sermaye kontrolleri ile kişi başına GSYİH büyüme arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Sermaye kontrolleri uygulamalarında gerçekleşen 1 birimlik bir artış, kişi başına GSYİH büyümesi üzerinde 0.42 oranında bir artışa neden olmaktadır. Sermaye çıkışları üzerinde uygulanan kontrol uygulamalarındaki 1 birimlik artış ise, kişi başına GSYİH büyümesinde 0.79 birimlik bir artış meydana getirmektedir. Ulaşılan bu sonuçlar; Johnston ve Tamirisa (1998), Miniane ve Rogers (2004), Edwards (2007a), Edwards (2007b), Binici, Hutchison ve Shindler (2009) çalışmalarında ulaştıkları katsayılarla tutarlıdır.

Sermaye kontrollerinin etkinliğini ölçmek için modele dahil edilen WCCE (ağırlıklandırılmış sermaye kontrolleri etkinlik indeksi) açıklayıcı değişkeni, hem sermaye girişleri hem de sermaye çıkışları için anlamlı, pozitif ve 0.72-1.15 arasında bir değer almaktadır. Sermaye girişleri üzerindeki kontrol uygulamaları, anlamlı ve istenilen sonuçlara ulaşmada başarılı olmaktadır. Kontrol uygulamalarının 1 birim

artması, kontrollerin istenilen sonuçlara ulaşmasında etkili olmakta ve ekonomik büyüme üzerinde 0.72 birimlik bir artış yaratmaktadır. Sermaye çıkışları üzerinde uygulanan kontrollerdeki bir birimlik artış ise, kontrollerin etkinliğinde etkinliği artırmakta ve büyümede 1.15 birimlik bir artış yaratmaktadır. Ulaşılan sonuçlar, Magud ve Reinhart (2006) ve Kaplan ve Rodrik (2002) çalışmalarındaki katsayılarla tutarlıdır. Bu sonuçlarla, sermaye kontrollerinin tutarlı ve devamlı uygulanmasının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yarattığı kanıtlanmıştır.

Sermaye kontrollerinin parasal politikalar üzerindeki etkilerini, yoğunluğunu ve etkinliğini ölçmek için modele dahil edilen ST (sterilizasyon indeksi) açıklayıcı değişkeni ile büyüme arasında doğru orantılı ve pozitif bir ilişki ortaya çıkmıştır. Sermaye girişleri sonucu sterilizasyon politikalarındaki 1 birimlik artış, kişi başına büyüme üzerinde 0.07'lik bir artış meydana getirmektedir. Sermaye çıkışları üzerindeki kontrol uygulamaları sonucunda sterilizasyon politikalarında gerçekleşen bir birimlik artış ise, kişi başına büyümede 0.18 birimlik bir artış meydana getirmektedir. Ulaşılan sonuçlar, Reinhart ve Reinhart (1998), Reinhart ve Smith (1998) ve Montiel ve Reinhart (1999) çalışmalarındaki sonuçlarla tutarlıdır. Bu sonuçlarla, sermaye kontrolleriyle birlikte ve tamamlayıcısı olarak uygulanan parasal politikaların kişi başına GSYİH büyümesinde olumlu sonuçlar yarattığı ortaya çıkmaktadır.

Sermaye hareketlerinde yaşanan aşırı dalgalanmaların büyüme üzerindeki etkilerini değerlendirmek için modele dahil edilen SS (ani duruşlar) açıklayıcı değişkeninin, her iki panel veri seti için de tahminlenmesi sonucunda ekonomik büyümeye olan etkisi negatif çıkmıştır. Sermaye girişlerindeki ani duruşlar veya geri dönüşlerde yaşanan 1 birimlik bir artış, kişi başına GSYİH büyümesinde -0.48 ve -0.64 birimlik azalmalara yol açmaktadır. Ulaşılan bu sonuçlar; Calvo (1998), Calvo, Izquierdo ve Mejia (2004) ve Edwards (2007a) çalışmalarındaki sonuçlarla tutarlıdır. Sermaye hareketliliğindeki dalgalanmaların artması, kişi başına büyümede küçülmelere yol açtığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

Sermaye hareketliliğinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştırabilmek için modele dahil edilen CAR (cari işlemler geri dönüşleri) açıklayıcı değişkeninin kişi başına büyüme üzerindeki etkisi her iki panel ülke grubu için de negatiftir. Sermaye girişleri için bu katsayı -0.91; sermaye çıkışları için ise bu katsayı -0.84 olarak

bulunmuştur. Cari işlemler geri dönüşlerinde yaşanan 1 birimlik artışlar, kişi başına GSYİH büyümesi üzerinde -0.91 ve -0.84 birimlik küçülmelere neden olmaktadır. Bu sonuç; Montiel ve Reinhart (1999), Alfaro, Kalemli-Ozcan ve Volosovych (2007), Edwards ve Rigobon (2005) çalışmalarıyla tutarlıdır. Cari işlemler dengesindeki ani dalgalanmalar, ekonomik büyüme üzerinde negatif etkiler yarattığı uygulama sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Serbestleşme politikalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini sınamak için, OP (dışa açıklık indeksi) açıklayıcı değişkeni modele dahil edilmiştir. Uygulamada, OP açıklayıcı değişkeninin büyüme üzerindeki etkisini gösteren katsayı, uzun dönemde 0.19 ve 0.24 arasında pozitif ve anlamlı bir değer almaktadır. Dışa açılmada görülen 1 birimlik artış, ekonomik büyüme üzerinde ilk panel grubu için 0.19 birimlik, ikinci panel grubu için 0.24 birimlik artış yaratmıştır. Ulaşılan katsayılar, Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko ve Kirilenko (2000), Edison ve Reinhart (2001), Miniane ve Rogers (2004) çalışmalarındaki katsayılarla tutarlıdır. Bu sonuçla, hem sermaye girişleri üzerinde hem de sermaye çıkışları üzerinde kısıtlamalar uygulamanın, serbestleşme politikalarının büyüme üzerinde olumlu sonuçlar yaratmasında etkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Çalışmanın ekonometrik analiz kısmında ortaya çıkan sonuçlar ışığında; sermaye kontrollerinin uygulanmasının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yarattığı sonucuna ulaşılmaktadır. Çalışmadan sermaye kontrollerine ilişkin çıkan diğer bir sonuç, sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan ülkelerin, sermaye girişleri üzerinde kontrol uygulayan ülkelere göre daha olumlu sonuçlar elde etmiş olmasıdır. Sermaye hareketliliğinin yarattığı kırılganlıkların engellenmesinde sermaye kontrollerini kullanmak, istatistiksel açıdan anlamlı ve etkin sonuçlar doğurmaktadır. Ayrıca sermaye kontrollerinin tutarlı ve devamlı şekilde uygulanması, sermaye kontrollerinin başarısını artırıcı bir etken olarak ortaya çıkmaktadır. Sermaye kontrollerinin parasal politikalarla desteklenmesi, ekonomik büyüme üzerinde etkili olmakta ve sermaye kontrolleri de parasal politikaların otonomisinin sağlanmasının yanında, etkinliğinin artırılmasında da anlamlı ve etkin sonuçlar doğurmaktadır. Sermaye hareketliliğindeki artışların bir sonucu olarak yaşanan ani dalgalanmalar ise, ekonomiyi krizlere sürüklemekte ve ekonomide gerilemelere neden olmaktadır. Bunun yanında, literatürdeki konu üzerine olan çalışmaları destekleyecek şekilde, ticari dışa

açıklık, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmakta, fakat finansal dışa açıklık ise, ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır.

Son olarak, sermaye kontrolleri uygulamak, sermaye hareketliliğinin yarattığı makroekonomik kırılganlıkların engellenmesinde etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca kontrollerin, ülkelerin dışsal kaynaklı krizlerden görece daha az etkilemesini sağladığı ve kriz ortamından daha hızlı çıkılmasında etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar ışığında, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik kalkınma için gerekli olan doğrudan yabancı yatırımları destekleyecek fakat spekülasyon amaçla ülkeye giren kısa vadeli akımların kısıtlanmasını sağlayacak, ülke içinde ve dışında istikrarın sağlanmasında, istihdam yaratılmasında etkili ve tutarlı politika bileşenlerinin, sermaye kontrolleri başlığı altında uygulanması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

IV. TÜRKİYE İÇİN POLİTİKA ÖNERİLERİ

Son yıllarda, uluslararası sermaye akımlarındaki dalgalanmaların, krizlere neden olduğu veya krizlerin yayılmasında etkili olduğu pek çok dramatik olay yaşanmıştır. Yaşanan bu krizler, politika yapıcıların ve iktisatçıların serbest sermaye hareketliliğini eleştirmesine ve sermayenin optimal sınırlarını araştırmaya yönlendirmiştir. Türkiye ekonomisi de, ülkeye giren ve çıkan sermaye akımlarındaki dalgalanmaların yarattığı kırılganlıklar ve kendine özgü yapısal problemler nedeniyle pek çok krizle karşı karşıya kalmıştır. Finansal ve ticari olarak dışa açık bir ekonomiye sahip olan Türkiye, dışsal krizlerden aşırı derecede etkilenen ve kriz ortamının yapısal problemleri tetikleyerek kriz ortamını derinleştirdiği bir yapıya sahiptir. Serbest sermaye hareketliliği nedeniyle, aşırı sermaye girişleri, ekonomide olumlu bir hava yaratmakta; bununla birlikte krizlere yol açabilecek kırılganlıklar da oluşturmaktadır. Bu sermaye girişi dönemlerinden sonra, uluslararası veya iç ekonomik konjunktüre bağlı olarak olumlu havanın tersine dönmesi, ani sermaye çıkışlarına neden olmakta ve ekonomide kriz ortamı gözlenmeye başlanmaktadır. Konu üzerine tartışan politika yapıcılar ve iktisatçılar, serbest sermaye hareketliliğini kısıtlamanın, sermayenin yarattığı kırılganlıkları engelleyeceği ve dışsal krizlerden etkilenme oranını azaltacağına ilişkin pek çok argüman öne sürmüşlerdir. Literatürde tartışılan ve ülke deneyimleriyle desteklenen, sermaye kontrollerine ilişkin politika bileşenleri, Türkiye için bir politika seçeneği olarak değerlendirilecektir.

Genel teori uyarınca, birinci en iyi (first-best) kuralına bağılı olarak rekabet eşitliğinin uygulanması sonucunda varolan dengesizliklerin daha da artacağı düşünölmektedir. Bu kurala göre, sermaye piyasalarında bir dengesizlik oluştuğunda; sermaye piyasalarını dengelemeye yönelik olarak faiz oranlarıyla dengeyi sağlamak en iyi seçenektir. Fakat sermaye piyasalarının yapısı nedeniyle faiz oranlarını arttırmak, dengesizlikleri azaltıcı değil artırıcı etki doğurmaktadır. Bu nedenle, ikinci en iyi (second-best) kuralı, literatürde çokça yer bulmaktadır. Kural, temelde çok basittir. Ekonomide bir dengesizlik (çarpıklık) oluştuğunda, tam rekabetin oluşmaması nedeniyle en iyi çözüme, ekonomideki diğer dengesizliklerin giderilmesiyle ulaşılacaktır. İkinci en iyi kuralına göre, uluslararası sermaye piyasalarında sayısız dengesizlik oluşabilir; bu nedenle ikinci en iyi olarak sermaye kontrolleri, refah artırıcı diğer dengelemlere yoğunlaşmalıdır. Uluslararası sermaye akımları, pek çok küçük ve büyük yatırımcının öngörülemez kararlarından oluştuğu için, sermaye piyasaları istikrarsız bir seyir izlemektedir. Bu durumda ikinci en iyi kuralı, sermaye piyasalarına yönelmek yerine sermaye kontrolleri yardımıyla, yerel ekonomide refah artırıcı önlemler uygulayarak diğer dengesizliklerin giderilmesi yolunu önermektedir.

Bazı ekonomistler, piyasaların optimal kaynak dağılımını dışarıdan müdahalesiz bir şekilde gerçekleştirebileceğine inanırken; bazı ekonomistler ise, spekülative davranışlar nedeniyle piyasaların tüketicilerin aleyhine hareket edeceğini düşünmektedir. Toplumun yararına olmayan bu spekülative davranışları engellemek için, sermaye hareketlerinin belli bir orana kadar kısıtlanabileceği, literatürde destek bulan bir görüştür. Sermaye piyasalarında oluşan bu dengesizlikleri engellemenin en iyi yolu, ikinci en iyi kuralıdır. Bu kural uyarınca, sermaye piyasalarındaki dengeyi sağlamak için, para ve maliye politikalarıyla daha hızlı ve etkili müdahale edilebilen değişkenlere, müdahale etmek sermaye piyasalarında istenilen dengenin sağlanmasının en kolay yolu olmaktadır. Bu görüş de, bir politikalar bileşeni olan sermaye kontrollerinin belirli amaçlar doğrultusunda başarılı olabileceğini göstermektedir. Türkiye ekonomisinde, sermaye giriş ve çıkışlarındaki istikrarsızlığın yarattığı dengesizlikleri ortadan kaldırmada ikinci en iyi kuralı kapsamında değerlendirilebilecek sermaye kontrol politikası önerilerine aşağıda değinilmiştir.

Bunlardan ilki, aşırı sermaye girişlerinde yerel kurun değerlenmesini sınırlayacak, enflasyon oranlarını baskı altında tutacak ve kaynak dağılımını daha

verimli olabilecek alanlara yönlendirebilecek sterilizasyon politikası, sermaye kontrolü uygulamalarının önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Türkiye açısından değerlendirildiğinde, sermaye girişleri üzerinde hiçbir sınırlama uygulamayan Türkiye ekonomisi, uluslararası likiditedeki artışlar sonucunda ülkeye giren sermaye akımlarında ciddi artışlarla karşılaştığında, sterilizasyon politikalarını oluşabilecek makroekonomik kırılmalıkları engellemek için kullanabilir (Ariyoshi vd., 2000). Bu politikalar ekonomide, dış ticaretteki rekabet gücünü azaltacak ölçüde yerel kurun değerlenmesini ve enflasyonun artmasını engelleyecek şekilde kullanılabilir. Bunun yanında, daha az dalgalanma gösteren reel ücret ve fiyatlar, ekonomiye yansımadan dengenin sağlanmasında etkin bir politika aracıdır. Ayrıca sterilizasyon politikaları sayesinde, para politikası otonomisinin kaybedilmesinin önüne geçilebilmektedir. Maliye politikaları da, yurtiçi üretimin, ücretlerin ve fiyatların istikrarını sağlamakta, sterilizasyon politikalarıyla uyumlu olarak etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Türkiye ekonomisinde spekülasyon sermaye akımlarının neden olabileceği para politikasındaki bağımsızlığın kaybedilmesini engellemek için de, sermaye kontrolleri etkin bir şekilde uygulanabilir. Krugman (1979), istikrarsız politik rejimler sonucunda ülkeye yönelebilecek spekülasyon saldırılarının engellenebileceğini göstermiştir. Krugman modelinde, mali açıkların giderilmesi için, merkez bankası yurtiçi varlıklarına ve yurtiçi talebe dayalı büyüme desteklenerek, sabit döviz kuru politikası uygulanmasını önermiştir. Büyüme gerçekleştirecek para arzının merkez bankası yurtiçi varlıklarına bağlanması sonucunda, ekonomiye yönelik spekülasyon saldırılar engellenebilmektedir. Sermaye kontrollerinin bu politikadaki rolü, kısa vadeli özel sermaye çıkışlarını kısıtlayarak; özel ve kamu sektörünün döviz borçları için kaynak yaratabilmesidir. Ayrıca, ülkede tutulan döviz, dış ticarete konu olan malların üretilmesinde kaynak sıkıntısının da önüne geçilmesini sağlamaktadır. Bu politikalar, Marshall-Lerner koşulunun geçerli olduğu durumlarda, cari işlemler açığının kapatılmasında da etkin olabilmektedir. Delbecque (1993) aynı model için yaptığı çalışmada ise, ikili kur sistemi uygulandığı durumlarda, uluslararası döviz piyasasında ayrı kur, yurtiçinde ayrı kur belirlenerek sermaye kontrollerinin etkinliğinin sağlanabileceğini belirtmiştir. Bireysel ülkelerde spekülasyon sermaye akımları üzerinde uygulanabilecek bu kontrol politikası; Mishkin, Meltzer, Fisher gibi iktisatçıların önerisine göre, uluslararası

ekonomik kırılganlıkların engellenmesi için de kullanılabilir. Söz konusu iktisatçılar, böyle bir kriz karşısında IMF'nin yeni bir olağanüstü durum kredi fonu oluşturması gerektiğini ve bu fonla spekülasyon ataklarında son başvuru kurumu işlevini yerine getirmesini önermişlerdir.

Wyplosz (1986), cari işlemler dengesi krizlerinin engellenmesinde yurtiçi yerleşik-yabancı, bireysel-kurumsal, ticari-kamu ayrımı gözetilerek, farklı gruplara farklı mali sorumluluklar, faiz oranları, kur oranları belirlenerek; kontrollerin krizlerden etkilenme derecesini göreceli olarak azaltılabileceğini ve kriz sonrası düzeltmenin hızlandırılabilirliğini öne sürmüştür. Türkiye'de 2010 yılında uygulanan sermaye kontrolleri de, bu modele dayanan bir kontrol uygulamasıydı.

Başka bir politika önerisi olarak ise, Keynes (1936), Tobin (1978), Eichengreen, Tobin ve Wyplosz (1995) tarafından önerilen finansal işlemler üzerine bir vergi getirilmesi, sermaye kontrol politikası olarak etkin şekilde uygulanabilir. Sözü edilen bu tarz bir vergi, cari işlemler açıklarının azaltılmasında, özel sektörün kaynak ihtiyacının giderilmesinde, yurtiçi parasal tabanın artırılmasında ve mali açıkların giderilmesinde kullanılabilir. Brezilya'da 2006 yılında uygulanmış olan bu tarz bir verginin olumsuz tarafı ise; sermaye akımlarının çok büyük boyutlara ulaşması ve teknolojik gelişmeler nedeniyle, etkin ve adil bir vergi koyulmasının zor olmasıdır.

İkinci en iyi kuralına dahil edilebilecek diğer bir politika önerisi, sermaye hesabının kontrollerle kısıtlanarak, cari işlemler dengesi krizlerinin engellenebilecek olmasıdır. Sermaye hesabı kısıtlanarak veya sermaye hesabının serbestleşmesi ekonomik liberalizasyonun sonraki aşamalarında gerçekleştirilerek, aşırı boyutlardaki sermaye akımlarının ekonomiye olumsuz etkileri sınırlandırılabilir. Bu olgu, Stiglitz (2001) tarafından sıralama ve hız hataları olarak adlandırılmaktadır. Serbestleşme sürecindeki ülkelerin para ve sermaye piyasalarının yurtdışı piyasalarla rekabet edebilecek düzeye ulaşmadan serbestleştirilmesinin, krizlere yol açabileceğini öne sürmektedir. Bu yüzden, serbestleşmenin ileriki aşamalarında para ve sermaye piyasalarının serbestleşmesini gerçekleştirmek veya ülke ekonomisinin aşırı dalgalanmalardan etkilenmesini azaltmak için sermaye hesabını kısıtlamak da; Türkiye'nin uygulayabileceği sermaye kontrol politikalarından biri olarak gösterilebilir.

Dornbusch (1988) çalışmasında, Keynes vergisinin bir benzeri olan ve sermaye çıkışları üzerinde bir işlem vergisi olan enflasyon vergisini önermiştir. Enflasyon vergisinin, Keynes veya Tobin vergisinden farkı, sadece özel sermaye çıkışları üzerinde yurtiçi reel faiz oranlarını baskı altında tutmak için uygulanabilecek olmasıdır. Türkiye’de de, 2000-2001 yıllarında uluslararası likiditedeki azalmalardan kaynaklanan ani ve aşırı sermaye çıkışları, büyük krizlerle sonuçlanmıştır. Sermaye çıkışları üzerinde uygulanacak olan bu tarz bir vergi, kısa vadeli akımların yatırımcı açısından maliyetini artırarak, belirli bir kar düzeyine ulaşmadan, çok kısa vadelerde (saatlik-günlük-haftalık) sermaye akımlarının ülkeyi terk etmesini engelleyecek bir sermaye kontrol uygulamasıdır. Bu uygulamaya benzer diğer bir kontrol uygulaması ise, yurtiçinde yatırım yapan tasarruf sahiplerinden sabit veya artan oranlı bir gelir (kar) vergisi uygulanmasıdır. Dooley (1996) çalışmasında bu tarz bir verginin, uzun vadede spekülative veya kısa vadeli sermaye çıkışlarındaki istikrarsızlığı engelleyeceği görüşündedir.

Türkiye için bir başka sermaye kontrol önerisi, Tomell ve Velasco (1992) çalışmasında bahsedilen, sermaye akımlarından kaynağı belli olmayan yurtiçi yerleşiklere ve yabancılara ait olan fonların vergilendirilmesidir. Kaynağı belli olan fonlara ayrı düzeyde vergi, kaynağı belli olmayan fonlara ayrı düzeyde vergi uygulayarak, ülkedeki politik riskten kaynaklanabilecek krizleri engellemek mümkün olabilmektedir. Bu kontroller, temel olarak, özel sermaye akımlarının istikrarsızlık yaratabilecek kısımlarıyla ilgilidir. Ekonomide oluşan diğer dengesizlikleri düzenlemek için kullanılan bu kontrol uygulaması, ikinci en iyi kuralının diğer bir örneğini oluşturmaktadır. Bu model içinde değerlendirebileceğimiz, Eichengreen, Tobin ve Wyplosz (1995) çalışmasında önerilen finansal işlemler vergisi de, spekülative amaçlarla ülkeye giren özel sermaye akımları üzerinde bir vergi önerdiğinden bu kontrol uygulamasıyla benzer özellikler göstermektedir.

Türkiye ekonomisinde sermaye akımlarının yarattığı kırılganlıkların, krizlerin engellenmesinde ve oluşan krizlerden sonra görece daha hızlı iyileşme sağlanmasında etkili olabilecek yukarıda değinilen sermaye kontrol uygulamaları, çeşitli ülkelere farklı ekonomik amaçlar doğrultusunda kullanılmış ve istenilen ekonomik sonuçlara ulaşılmasında etkili ve anlamlı oldukları ortaya çıkmıştır (Çalışmanın ikinci bölümünde ülke deneyimleri ayrıntılı olarak verilmiştir). Çalışmanın uygulama kısmında, sermaye

girişleri üzerinde kontroller uygulayan ülkeler ve sermaye çıkışları üzerinde kontroller uygulayan ülkeler olmak üzere iki ayrı panel grubuyla yapılan ekonometrik analizler sonucunda da, sermaye kontrollerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkileri olduğu, istatistiksel olarak anlamlı ve etkin olarak kabul edilmektedir. Farklı ekonomik amaçlarla farklı sermaye kontrol tiplerinin, ekonominin büyüme dinamikleri üzerinde olumlu etkiler yarattığı çalışma sonucunda ortaya çıkmıştır ve bu sonuç, literatürdeki diğer pek çok çalışmanın sonuçlarıyla da benzerlikler göstermektedir.

KAYNAKÇA

ACEMOGLU, Daron; JOHNSON, Simon and ROBINSON, James A., (2001), “**The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation**”, The American Economic Review, Vol. 91, No. 5, pp. 1369-1401.

ADDA, Jacques, (2002), **Ekonominin Küreselleşmesi**, İletişim Yayınları, İstanbul.

ALFARO, Laura; KALEMLI-OZCAN, Sebnem and VOLOSOVYCH, Vadym, (2007), **Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions**, In Capital Controls and Capital Inflows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, ed. Sebastian Edwards, University of Chicago Press, pp. 19-73.

AIZENMAN, Joshua, (2004), **Financial Opening: Evidence and Policy Options**, In Challenges to Globalization: Analyzing the Economics, ed. R. Baldwin and A. Winters, Chicago: University of Chicago Press.

ALESSINA, Alberto; GRILLI, Vittorio and MILESI-FERRETTI, Gian Maria, (1994), **The Political Economy of Capital Controls**. In Capital mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth, ed. L. Leiderman and A. Razin, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 289–321.

ALFILER, F. Enrico, (1994), “**Monetary and Exchange Rate Policy Responses to Surges in Capital Flows: The Case of the Philippines**,” Paper Prepared for the Eleventh Pacific Basin Central Bank Conference held in Hong Kong, October 31-November 2.

ALTINKEMER, Melike, (2005), “**Recent Experiences With Capital Controls: Is There A Lesson for Turkey?**”, Central Bank Review 2 (2005), pp. 1-38.

ALTINKEMER, Melike, EKİNCİ, Nazım, (1992), “**Capital Account Liberalization: The Case of Turkey. New Perspectives on Turkey**”, Fall No: 8, pp. 44-63.

- AKDİŞ, Muhammet, (2000), **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım-Yayım Dağıtım, İstanbul.
- AKLAN, Necla Adanur, (1997), “**Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**”, Dış Ticaret Dergisi, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Sayı: 6, Ankara, ss. 27-44.
- APAN, Evrim, (2006), **Türkiye’nin Yurt Dışına Doğrudan Yatırımları ve Türk Firmalarının Doğrudan Dış Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörler**, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı, Uzmanlık Tezi, Ankara.
- AY, Ahmet, MANGIR, Fatih, (2007), “**Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi**”, Maliye Dergisi, Sayı: 153, Temmuz, ss. 112-128.
- ARIYOSHI, Akira, HABERMEIER, Karl, LAURENS, Bernard, OTKER-ROBE, Inci, CANALES-KRILJENKO, Jorge Ivan and KIRILENKO, Andrei, (2000), “**Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization**”, IMF Occasional Paper, No: 190, May 2000 (Washington: International Monetary Fund).
- ASLAN, Nurdan, (1997), **Uluslararası Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- BAL, Harun, (2001), **Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye**, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul.
- BALSEVEN, Hale, ERDOĞDU, Mustafa, (2005), “**Mali Kriz Riski Bağlamında Tobin Vergisi Ve Türkiye’de Uygulanabilir Bir Versiyonu**”, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt: XX, Sayı: 1, ss. 24-41.
- BAKKER, Age F. P., (1996), **The Liberalization of Capital Movements in Europe**, Kluwer Academic Publishers.
- BAĞIMSIZ SOSYAL BİLİMCİLER, (2008), **2008 Kavşağında Türkiye: Siyaset, İktisat ve Toplum**, Yordam Kitap Basım ve Yayın, İstanbul.

- BARIŞIK, Salih, AÇIKGÖZ, Ersin, (2007), “**Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: 1992-2005 Dönemi VAR Analizi**”, Tisk Akademi, Cilt: 2, Sayı:3, Ankara, ss. 133-152.
- BAYRAKTUTAN, Yasin, (2003), “**Bilgi ve Uluslararası Ticaret Teorileri**”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:4, Sayı: 2, ss. 41-54.
- BASHER, Syed A., WESTERLUND Joakim, (2009), “**Panel Cointegration And The Monetary Exchange Rate Model**”, Economic Modelling 26, pp. 506-513.
- BAHMANI-OSKOOEE, Mohsen, BROOKS, Taggert J., (1999), “**Bilateral J-curve between US and her Trading Partners**”, Weltwirtschaftliches Archiv 135, pp. 156–165.
- BAHMANI-OSKOOEE, Mohsen, KUTAN, Ali M., (2009), “**The J-curve in the Emerging Economies of Eastern Europe**”, Applied Economics 41, pp. 2523-2532.
- BINICI, Mahir, HUTCHISON, Micheal and SCHINDLER, Martin, (2009), “**Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows**”, IMF Working Paper, No: WP/09/208, September 2009, (Washington: International Monetary Fund).
- BORATAV, Korkut, (2000), **Yeni Dünya Düzeni: Nereye?**, İmge Kitabevi, Ankara.
- BOSUT, Levent, (2004), “**Foreign Direct Investment in Turkey – Mergers & Acquisitions and Private Equity**”, PDF Corporate Finance, pp. 88.
- BREUER, Janice Boucher, MCNOWN, Robert ve WALLACE, Myles S., (2001), “**Misleading Inferences From Panel Unit-Root Tests With An Illustration From Purchasing Power Parity**”, Review Of International Economics, 9, pp. 482–93.
- BREUSCH, Trevor S. and PAGAN, Adrian R., (1980), “**The Lagrange Multiplier Test And Its Applications To Model Specification In Econometrics**,” Review Of Economic Studies, Blackwell Publishing, Vol. 47 (1), pp. 239-253.

- BHAGWATI, Jagdish, (1998), **The Capital Myth**, Foreign Affairs 77(3), pp. 7-12.
- BULUTOĞLU, Kenan, (1970), **100 Soruda Türkiye’de Yabancı Sermaye**, 100 Soruda Dizisi, Gerçek Yayınevi, İstanbul .
- CARDARELLI, Roberto; ELEKDAG, Selim ve KOSE, Ayhan, (2007), “**Managing Large Capital Inflows**”, Chapter 3, World Economic Outlook, October 2007 (Washington: International Monetary Fund).
- CARDARELLI, Roberto, ELEKDAG, Selim ve KOSE, M. Ayhan, (2009), “**Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses**”, IMF Working Paper, March 2009 (Washington: International Monetary Fund).
- CARDENAS, Mauricio and BARRERA, Felipe, (1997), “**On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of the Colombia During the 1990s**”, Journal of the Development economics, Vol. 54(1), October 1997, pp.27-57.
- CARDOSO, Eliana, and GOLDFAJN, Ilan, (1998), “**Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls,**” IMF Staff Papers, Vol. 45(1), pp. 161–202.
- CARVALHO, Bernardo S. de M. and GARCIA, Márcio G. P., (2008), “**Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties,**” in S. Edwards and M. Garcia, eds., Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- CLEMENTS, Benedict and KAMIL, Herman, (2009), “**Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia**”, IMF Working Paper, No: WP/09/30, September 2009, (Washington: International Monetary Fund).
- CANPOLAT, Naci, (2008), “**Reel Döviz Kuru, Ani Duruş ve Büyümenin Finansmanı**”, Türkiye Ekonomi Kurumu (TEK) Bunalım Çalıştayı 2008/10, Aralık 2008.

- CLAESSENS, Stijn, DELL'ARICCIA, Giovanni, IGAN, Deniz and LAEVEN, Luc, (2010), "**Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis**", IMF Working Paper No: WP/10/44, February 2010 (Washington: International Monetary Fund).
- CALVO, Guillermo A., (1998), "**Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics and Sudden Stops**", Journal of Applied Economics, Vol. 1, No. 1, November, pp. 35-54.
- CALVO, Guillermo A., LIEDERMAN Leonardo and REINHART, Carmen, (1996), "**Inflows of Capital on Developing Countries in the 1990's**", Journal of Economic Perspectives 10, pp. 123-139.
- CALVO, Guillermo A., LEIDERMAN, Leonardo ve REINHART, Carmen M., (1994), "**The capital inflows problem: Concepts and issues**", Contemporary Economic Policy 11 (3): 54–66.
- CALVO, Guillermo A.; IZQUIERDO, Alejandro ve MEJÍA, Luis-Fernando, (2004), "**On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects**", NBER Working Paper No. 10520.
- CAVES, Richard E., FRANKEL, Jeffrey A. ve JONES, Ronald W., (1990), **World Trade and Payments**, Fifth Edition, USA.
- CORSETTI, Giancarlo, PESENTI, Paolo ve ROUBINI, Nouriel, (2001), "**Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of financial fragility and External Imbalances**", In Regional and global capital flows: Macroeconomic causes and consequences, ed. T. Ito and A. Krueger. Chicago: University of Chicago Pres.
- COLE, Harrold L. ve OBSTFELD, Maurice, (1991), "**Commodity Trade and International Risk Sharing: How Much do Financial Markets Matter?**", Journal of Monetary Economics, Vol. 28 (1), pp. 3-24.

- CONCHA, Alvaro, GALINDO, Arturo Jose ve VASQUEZ, Diego, (2011), “**An Assessment of Another Decade of Capital Controls in Colombia: 1998–2008**”, The Quarterly Review of Economics and Finance 51, 2011, pp. 319–338.
- COWAN, Kevin ve GREGORIO, Jose De, (2005), “**International Borrowing, Capital Controls, and the Exchange Rate: Lessons from Chile**”, NBER Working Paper No: 11382, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- COZZI, Giovanni ve NISSANKE, Machiko, (2009), “**Macroeconomic Trilemma and Capital Controls: Revisiting the Malaysian Experience**”, Swiss National Centre of competence in Research, NCCR Trade Working Papers No: 2009/27.
- CÖMERT, Faruk, (2000), “**İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye**”, Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara.
- CÖMERT, Faruk, (1998), “**Yabancı Sermayenin Dünü, Bugünü ve Geleceği**”, Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara .
- CHENERY, Hollis B. ve CLARK, Paul G., (1965), **Endüstrilerarası İktisat**, Çeviren: Cemil Çınar, Orta Doğu Teknik Üniversitesi İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Yayın No: 5, Ankara – 1965, ss. 289.
- CLEMENS, Micheal, ve WILLIAMSON, Jeffrey G., (2004), “**Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom**”, 1870–1913, Economic Journal 114 (127): 304–37.
- CUDDINGTON, John, (1986), “**Capital Flight: Estimates, issues and Explanations**”, Princeton Essays in International Finance, No. 58.
- CHANG, Ha-Joon, GRABEL, Ilene, (2005), **Kalkınma Yeniden: Alternatif İktisat Politikaları Elkitabı**, İmge Kitabevi Yayınları, Çeviren: Emre Özçelik, Ankara.
- CHINN, Menzie ve ITO, Hiro, (2002), **Capital account liberalization, institutional and financial development**. NBER Working Paper No. 8967. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

- ÇAPRAZ, İlkay ve DEMİRCİOĞLU, İpek, (2003), **Türkiye’den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcılar**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2003-14, İstanbul.
- ÇİMENNOĞLU, Ahmet, ÜLENGİN, Burç ve YENTÜRK, Nurhan, (2001), “**Türkiye’de Tasarruf –Yatırım-Büyüme İlişkisinin Yönü**”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Working Papers.
- DE GREGORIO, Jose, EDWARDS, Sebastian ve VALDES, R., (2000), “**Controls on the Capital Inflows: Do They Work?**”, Journal of Development Economics, Vol. 63(1), pp. 59-83.
- DELBECQUE, Bernard, (1993), "**Dual Exchange Rates Under Pegged Interest Rate and Balance-of-Payment Crisis**," Journal of International Money and Finance, Vol. 12 (April), pp. 170-81.
- DELL’ARICCIA, Giovanni, GIOVANNI, Julian D., FARIA, Andre, KOSE, Ayhan, MAURO, Paolo, OSTRY, Jonathan David, SHINDLER, Martin and TERRONES, Marco, (2008), “**Reaping the Benefits of Financial Globalization**”, IMF Occasional Paper No. 264.
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI, (2000), “**Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu**”, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ankara .
- DOĞUKANLI, Hatice, **Uluslararası Finans**, Nobel Kitabevi, Adana – 2001.
- DOOLEY, Micheal P., (1996), “**A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions**”, IMF Staff Papers - International Monetary Fund, Vol. 43, No. 4, pp. 639-687.
- DODD, Randall, (2005), “**Primer: Capital Controls**”, Financial Policy Forum, Derivatives Study Center.
- DORNBUSCH, Rudiger, (1988), "**The European Monetary System the Dollar and the Yen**," in The European Monetary System, ed. by Francesco Giavazzi,

Stephano Micossi, and Marcus Miller (Cambridge: Cambridge University Press), pp. 23-41.

DORNBUSH, Rudiger and EDWARDS, Sebastian, (1991), “**The Macroeconomics of Populism in Latin America**”, University of Chicago Press, 1991.

DORNBUSCH, Rudiger, (2002), “**Malaysia: Was It Different? In Preventing Currency Crises in Emerging Markets**”, ed. Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel, University of Chicago Press, pp. 441-454, Chicago.

DUNNING, John H., (1973), “**The Determinants of International Production**”, Oxford Economic Papers 25, pp. 289-336.

EDWARDS, Sebastian, (2007a), “**Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals**”, In Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, Ed. Sebastian Edwards, University of Chicago Press, pp. 73-119 , May.

EDWARDS, Sebastian, (2007b), “**Capital Controls, Capital Flow Contractions And Macroeconomic Vulnerability**”, The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers No: 12852, January.

EDWARDS, Sebastian, (1999a), “**How Effective Are Capital Controls?**”, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, No: 7413, November.

EDWARDS, S., (1999b), “**How Effective Are Controls On Capital Inflows? An Evaluation Of Chile’s Experience**”, University of California, Los Angeles, Anderson Graduate School of Management. Working Paper.

EDWARDS, Sebastian, and KHAN, Mohsin S., (1985), “**Interest rate determination in developing countries: A conceptual framework**”, IMF Staff Papers 32 (3), pp. 377–403.

EDWARDS, Sebastian, (1989), **Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment**, The MIT Press.

- EDWARDS, Sebastian and RIGOBON, R., (2005), “**Capital Controls, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability**”, The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers No: 11434, June.
- EDWARDS, Sebastian, and OSTRY, Jonathan D., **Terms of Trade Disturbances, Real Exchange Rates and Welfare: the Role of the Capital Control and Labor Market Distortions**, Oxford Economic Papers, Vol. 44, pp. 20-34, 1992
- EDWARDS, Sebastian, (1991), **Capital Flows, Foreign Direct Investment, Debt-Equity Swaps in Developing Countries**, In Capital Flows in the World Economy, ed. Horst Sieberg.
- EDISON, Hali, and REINHART, Carmen, (2001), “**Stopping hot money: On The Use Of Capital Controls During Financial Crises**”, Journal of Development Economics 66 (2), pp. 533–53.
- EDISON, Hali J. and WARNOCK, Frank E., (2006), “**Cross-border Listings, Capital Controls, and Equity Flows To Emerging Markets**”, The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers No: 12589, October.
- EICHENGREEN, Barry, HAUSMANN, Ricardo and PANIZZA, Uno, (2003), “**Currency Mismatches, Debt Intolerance, And Original Sin: Why They Are Not The Same And Why It Matters**”, NBER Working Paper no. 10036. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- EICHENGREEN, Barry J., (2001), “**Capital account liberalization: What do cross-country studies tell us?**”, World Bank Economic Review Vol. 15, pp. 341–65.
- EICHENGREEN, Barry, TOBIN, James and WYPLOSZ, Charles, (1995), “**Two Cases For In The Wheels Of International Finance**”, The Economic Journal, Vol. 105, No: 482, pp.162-172, January.
- EROĞLU, Nadir, (2002), **Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, Om Yayınevi, Derleyen: Aklan Soyak, İstanbul.
- EROL, İbrahim, (2006), **Para-Banka Teori ve Politika**, Emek Matbaası, Manisa.

- ERTÜRK, Emin, (1996), **Uluslararası İktisat: Teori-Politika, İktisadi Birleşme – Uluslararası Parasal İlişkiler**, Ekin Kitabevi, İstanbul.
- ESEN, Oğuz, (1997), “**Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri**”, Ekonomik Yaklaşım, Cilt: 8, Sayı: 27, ss. 65-79.
- FERRI, Giovanni, LIU, Li G. and STIGLITZ, Joseph E., (1999), “**The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis**”, Economic Notes, Vol. 28, Issue 3, pp. 335-355,.
- FELDSTEIN, Martin ve HORIOKA, Charles, (1980), “**Domestic Saving And International Capital Flows**”, Economic Journal 90 (June), pp. 314–29.
- FORBES, Kristin J., (2003), “**One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms,**” NBER Working Paper No: 9777.
- FISCHER, Stanley, (2002), “**Financial Crises and Refor of the International Financial System**”, NBER Working Paper No. 9297.
- FRANKEL, Jeffrey ve ROSE, Andrew, (1996), “**Currency Crises In Emerging Markets: An Empirical Treatment**”, Journal of International Economics, 41, pp. 351–366.
- FORBES, Kristin J., (2005), "**The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch**" The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers No. 11372, May.
- GALBRAITH, John Kenneth, (1990), **Ekonomi Kimden Yana**, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- GALBRAİTH, John Kenneth ve SALİNGER, Nicole, (1991), **Ekonomik Yaşamın Güncel Sorunları**,“Tout Savoir Ou Presque Sur l'économie”, Cem Yayınevi, Çeviren: Özer Ozankaya, İstanbul.

- GALBRAITH, J. K., (1989), **Kuşku Çağı: Ekonomik Gelişmeler Tarihi**, Altın Kitaplar Yayınevi, Çeviri: Reşit Aşçıoğlu, Nilgün Himmetoğlu, İstanbul.
- GALLEGO, Francisco A., HERNANDEZ, Leonardo ve SCHMIDT-HEBBEL, Klaus, (2000), "**Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?**," *Econometric Society World Congress 2000 Contributed Papers 0330*, Econometric Society, pp. 276-295.
- GARBER, Peter ve TAYLOR, Mark P., (1995), "**Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note**", *The Economic Journal*, Vol. 105, No. 428, pp. 173-180, January.
- GARCIA, Márcio G. P., ve MARCUS V. F. Valpassos, (1998), "**Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: The Case of Brazil in the Nineties**", Working Paper no. 389. Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro, Department of Economics, November.
- GAVIN, Micheal ve HAUSMANN, Ricardo, (1999), "**Preventing Crisis And Contagion: Fiscal And Financial Dimensions**", IADB Working Paper no. 401. Washington, DC: Inter-American Development Bank.
- GERTLER, Mark ve ROGOFF, Kenneth, (1990), "**North-South Lending And Endogenous Domestic Capital Market Inefficiencies**", *Journal of Monetary Economics* 26, pp. 245–66.
- GLOBAL DEVELOPMENT FINANCE (GDF) 2012, (2012), **External Debt of Developing Countries**, The World Bank, Washington DC.
- GLOBAL INVESTOR, (1998), "**Managing Currency Risk in Tumultuous Times**," *Emerging Market Currencies: A Guide for Investors Supplement*.
- GREGORIO, Jose De, EDWARDS, Sebastian ve VALDES, Rodrigo O., (2000), "**Controls on Capital Inflows: Do they Work?**," *The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers No:7645*, April.

- GOLDFAJN, Ilan and MINELLA, Andre, (2005), “**Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned?**”, The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers No: 11640, September.
- GHOSH, Atish R., CHAMON, Marcus, CROWE, Cristopher, KIM, Jun I. and OSTRY, Jonathan David, (2009), “**Coping With The Crisis Policy Options For Emerging Market Countries**”, IMF Staff Position Note, April.
- GUITIAN, Manuel, (1995), **Capital Account Liberilization: Bringing Policy in Line with Reality**, In Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policies in world Economy, ed. Sebastian Edwards, pp. 71-90, Cambridge University Press, Cambridge.
- GÜLOĞLU, Bülent and İVRENDİ, Mehmet, (2008), “**Output fluctuations: transitory or permanent? the case of Latin America**”, Applied Economic Letters 17: 4, pp. 381-386, 2008.
- GLICK, Reuven ve HUTCHISON, Michael, (2005), “**Capital Controls and the Exchange Rate Instability in Developing Countries**,” Journal of International Money and Finance, vol. 24(3), pp: 387-412.
- HAK-İŞ Raporu, (2009), **Küresel Krizin Ülkemize Olası Etkilerini Azaltmak İçin Alınması Gereken Önlemler**, Ekonomik ve Sosyal Konsey Toplantısında Sunulan, Ankara, ss. 413-443.
- HARBERGER, Arnold C., (1978), **Perspectives on capital and technology in less developed countries**. In Contemporary economic analysis, ed. M. Artis and A. Nobay, pp. 151–69, Croom Helm, London.
- HAUSMAN, Jerry A., (1978), “**Specification tests in econometrics**”, *Econometrica* 46, pp. 1251-1271.
- HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, (2003), “**Cumhuriyetin 80.Yılı Özel Sayısı**”, Hazine Dergisi, Ankara, ss.76-90.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), (2009), **Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead**, Washington, October.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), (2001), **World Economic Outlook: The Global Economy After September 11**, Washington.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), (2010), **World Economic Outlook: Rebalancing Growth**, Washington, April.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), (2010), **Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System**, Washington, April.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), (1999), “**Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues**,” *Economic Issues*, No: 17, Washington.
- JOHNSTON, R. Barry and TAMIRISA, Natalia T., (1998), “**Why Do Countries Use Capital Controls?**”, IMF Working Paper No: WP/98/181, December (Washington: International Monetary Fund).
- JOHNSON, Simon and MITTON, Todd, (2003), “**Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, Issue 2, pp. 351-382.
- JOHNSON, Simon, KOCHHAR, K., MITTON, Todd and TAMIRISA, Natalia, (2007), “**Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions**”, in “*Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*”, ed. Sebastian Edwards, University of Chicago Press.
- KAO, Chihwa, (1999), “**Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data**”, *Journal of Econometrics*, 25, pp. 54-77.
- KAPLAN, Ethan ve RODRIK, Dani, (2002), “**Did Malaysian Capital Controls Work?**”, In *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, ed. Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel, University of Chicago Press, pp. 393-431, Chicago.

- KARLUK, Rıdvan, (2003), **Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika**, Beta Basım-Yayın Dağıtım A.Ş., İstanbul.
- KARLUK, Rıdvan, (1983), **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Alfa Yayınları, İstanbul.
- KAYA, Yasemin Türker, (1998), **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Devlet Planlama Teşkilatı Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Şube Müdürlüğü Yayın No: DPT 2487, Ankara.
- KAWAI, Masahiro and TAKAGI, Shinji, (2003), “**Rethinking Capital Controls: The Malaysian Experience**”, PRI Discussion Paper Series No. 03A-05.
- KENEN, Peter B., (1995), “**Capital Controls, the EMS and EMU**”, The Economic Journal, Vol. 105, No: 482, pp.181-192, January.
- KESKIN, Nagehan, (2009), “**Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke deneyimleri**”, Ekonomi Dergisi, No: 090108, Ocak.
- KEYNES, John Maynard, (1936), **The General Theory of Employment, Interest and Money**, Macmillian Cambridge University Press, New York.
- KOSE, M. Ayhan, PRASAD, Eswar S. and TERRONES, Marco E., (2008), “**Does Openness To İnternational Financial Flows Raise Productivity Growth?**” IMF Working Paper, October.
- KLEIN, Michael W. and OLIVEI, Giovanni, (1999), “**Capital Account Liberalization, Financial Depth And Economic Growth**”, NBER Working Paper no. 7384. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. 1999.
- KRUGMAN, Paul, (1998), “**Saving Asia: It’s Time to Get Radical**”, Fortune 138 (5), pp. 74-80.

- KOCH, Richard, (1997), **A'dan Z'ye İşletme ve Finans: Araç Terim ve Teknikler için Tanımlayıcı Rehber**, Globus Dünya Basımevi, Dünya Yayınları Ekonomi Dizisi:3, İstanbul.
- KOYUNCU, Murat ve ŞENSES, Fikret, (2007), “**Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri**”, Economic Reserarch Center, Middle East Techical University, Working Paper in Economics 04/13, Ankara.
- KINDLEBERGER, Charles P., (1970), **Uluslararası İktisat**, Doğan Yaymevi, Birinci Cilt, Çeviren: Necdet Serin, Ankara.
- KNICKERBOCKER, Frederick T., (1973), “**Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise**”, Thunderbird International Business Review, Volume 15, Issue 2, pp. 7–9, Spring.
- KÜÇÜKKİREMİTÇİ, Oktay; GENÇ, Ömür; ŞİMŞEK, Mustafa; KARACA, Mehmet Emin ve EŞİYOK, Bayram Ali, “**Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri**”, Türkiye Kalkınma Bankası, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü, Ankara, 2008.
- KRUGMAN, Paul, (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises," Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11 (August), pp. 311-25.
- LABÁN, Raúl M. ve LARRAÍN, Felipe, (1998), “**The Return Of Private Capital To Chile In The 1990s: Causes, Effects, And Policy Reactions**”, Faculty Research Working Paper no. R98-02. Harvard University, John F. Kennedy School of Government, January.
- LARRAÍN, Felipe, LABÁN, Raúl and CHUMACERO, Rómulo, (2000), **What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis For Chile**, Chap. 4 in *Capital controls, capital flows, and currency crises*, ed. F. Larraín. Ann Arbor: University of Michigan Press.

- LAURENS, Bernard ve CARDOSO, Jaime, (1998), “**Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile**”, IMF Working Paper No: 98, Washington, DC: International Monetary Fund.
- LE FORT, Guillermo and BUDNEVICH, Carlos, (1997), “**Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin Experiences**”, Santiago: Central Bank of Chile, Mimeograph, March.
- LEBLANG, David A., (1997), “**Domestic and Systemic Determinants of Capital Controls in the Developed and Developing World,**” International Studies Quarterly, 41(3), pp. 435- 454.
- LUCAS, Robert E., (1982), “**Interest Rates and Currency Prices in a Two-Country World**”, Journal of Monetary Economics, Vol. 10 (3), pp. 335-359.
- LUCAS, Robert E., (1990), “**Why doesn’t capital flow from rich to poor countries?**”, American Economic Review 80, pp. 92–96.
- MAGUD, Nicholas and REINHART, Carmen M., (2006), “**Capital Controls: An Evaluation**”, NBER Working paper, No. 11973.
- MAGUD, Nicholas E., REINHART, Carmen M. and ROGOFF, Kenneth S., (2011), “**Capital Controls: Myth and Reality - A Portfolio Balance Approach**”, NBER Working Paper, No: 16805, February.
- MARK, Nelson C. and SUL, Donggyu, (2002), “**Cointegration Vector Estimation by Panel DOLS and Long-Run Money Demand**”, NBER Technical Working Paper No. 287, pp. 1-23.
- MONTIEL, Peter and REINHART Carmen M., (1999), “**Do Capital Controls And Macroeconomic Policies Influence The Volume And Composition Of Capital Flows? Evidence From The 1990s**”, Journal of International Money and Finance 18, pp. 619–635.

- MOORE, Winston, (2010), “**Managing the Process of removing Capital Controls: What Does the Literatur Suggest?**”, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), Paper No: 21584.
- MODY, Ahoka and MURSHID, Antu P., (2002), “**Growing Up with Capital Flows**”, Journal of International Economics, Vol 65(1), pp: 249-66.
- MINIANE, Jacques and ROGERS, John, (2004), **Capital controls and the international transmission of U.S. money shocks**, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve. Mimeograph, June.
- MCKINNON, Ronald and PILL, Huw, (1996), **Credible liberalization and international capital flows: The overborrowing syndrome**. In Financial Deregulation and Integration in East Asia, ed. T. Ito and A. Kruger, 7–51. Chicago: University of Chicago Press.
- MISHKIN, Frederic, (1996), “**Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective**”, NBER Working Paper, No: 5600.
- MUNDELL, Robert, (1995), **Stabilization and Liberization Policies in Semi-Open Economies**, In Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policies in world Economy, ed. Sebastian Edwards, pp. 19-34, Cambridge University Pres, Cambridge.
- NBER, (2007), “**Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences**”, The National Bureau of Economic Research (NBER) Conference Report, Editor: Sebastian Edwards, Published by University of Chicago Press, May.
- NBER, (2008), “**Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets**”, The National Bureau of Economic Research (NBER) Conference Report, Editör: Sebastian Edwards, Márcio G. P. Garcia, , Published by University of Chicago Press, March.

- NBER, (1999), “**International Capital Flows**”, The National Bureau of Economic Research (NBER), University of Chicago Press, Editör: Martin Feldstein, Volume ISBN: 0-226-24103-3, January 1999.
- NEELY, (1999), Cristopher J., “**An Introduction to Capital Controls**”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review November/December 1999, pp. 13-30.
- OSTRY, Jonathan David, GHOSH, Atish R., HABERMEIER, Karl, CHAMON, Mahvash, QURESHI, Marcos S. and REINHARDT, Dennis B. S., (2010), “**Capital Inflows: The Role of Control**”, SPN/10/04, IMF Staff Position Note, February.
- ÖZTÜRK, Lütfi, (2004), “**Serbest Bölgelerdeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Dünyadaki Uygulamalara Teoriler Işığında Bir Bakış**”, Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:3, Sayı:7, ss.16-31.
- PEDRONI, Peter, (1999), “**Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors**”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 61, pp. 653-678.
- PERRON, Pierre, (1998), “**The Great Crash, The Oil Price Shock And The Unit Root Hypothesis**”, Econometrica, 57, pp. 1361–1401.
- PERKINS, Dwight and WOO, Wing T., (2000), “**Malaysia: Adjusting to Deep Integration**,” in W.T. Woo, J.D. Sachs, and K. Schwab, eds., The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia, The MIT Press, Cambridge, MA.
- PESARAN, M. Hashem, (1997), “**The Role Of Economic Theory In Modelling The Long Run**”, The Economic Journal 107, no. 440, pp. 178-191.
- PESARAN, M. Hashem; SHIN, Yongcheol and SMITH, Richard J., (1999), “**Pooled Mean group estimation of dynamic heterogeneous panels**”, Journal of the American Statistical Association, 94, pp. 621–634 .
- PESARAN, M. Hashem, SHIN, Yongcheol and SMITH Richard, (2004), “**Pooled Mean Group Estimation Of Dynamic Heterogenous Panels**”, ESE Discussion Paper 16, pp. 1-26.

- PESARAN, M. Hashem, (2006), “**A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross Section Dependence**”, Cambridge University, Working Paper, No: 0346, pp. 1-64.
- PORTES Richard and REY, Helene, (2005), “**The Determinants of Cross-Border Equity Transaction Flows**”, *Journal of International Economics* 65, pp. 269-296.
- PRASAD, Eswar S., ROGOFF, Kenneth, WEI, Shang-Jin and KÖSE, M. Ayhan, (2003), “**Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**”, IMF Occasional Paper No: 220, Washington.
- PRASAD, Eswar S., ROGOFF, Kenneth, WEI, Shang-Jin and KÖSE, M. Ayhan, (2007), “**Financial Globalization Growth and Volatility in Developing Countries**”, in *Globalization and Poverty*, ed.: Ann Harrison, NBER, University of Chicago Press, pp. 457-516.
- QUINN, Dennis P., (2003), “**Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890-1999: a Synoptic View**”, *International Journal of Finance and Economics*, 8(3): pp: 189-204.
- REINHART, Carmen and CALVO, Guillermo, (2008), “**When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options**”, MPRA (Munich Personal RePEc Archive), Paper No: 6982, February.
- REINHART, Carmen ve EDISON, Hali, (2001a), “**Stopping Hot Money**”, MPRA Paper No. 13862, December.
- REINHART, Carmen ve EDISON, Hali, (2001b), “**Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand**”, MPRA Paper No. 13903.
- REINHART, Carmen M. and SMITH, Richard T., (1998), **Too Much Of A Good Thing: The Macroeconomic Effects Of Taxing Capital Inflows**, In: Glick, R. (Ed.), *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*. Cambridge University Press, Cambridge, pp. 436–464.

- REINHART, Carmen M., and REINHART, Vincent R., (2008), “**Capital Flows Bonanzas An Encompassing View Of The Past And Present**” National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, No: 14321, September.
- REINHART, Carmen M., and REINHART, Vincent R., (1998), **Some lessons for policy makers who deal with the mixed blessing of capital inflows**. In: Kahler, M. (Ed.), *Capital Flows and Financial Crises*. Cornell University Press, NY, pp. 93–127.
- REINHART, Carmen, and ROGOFF, Kenneth, (2004), “**Serial Default And The “Paradox” Of Rich To Poor Capital Flows**”, *American Economic Review Papers and Proceedings* 94, pp. 52–58.
- RODRIK, Dani, (1998), “**Who Needs Capital-Account Convertibility? In Should The IMF Pursue Capital-Account Convertibility?**”, *Essays in International Finance* no. 207, ed. Stanley Fischer et al., 55–65. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- RODRIK, Dani, (1998), “**Who Needs Capital Account Convertibility?**”, *Princeton Essays in International Finance* 207, pp. 55-65.
- RODRIK, Dani and VELASCO, Andres, (1999), “**Short-Term Capital Flows**”, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, No: 7364, September.
- ROTHENBERG, Alexander D., and WARNOCK, Francis E., (2006), “**Sudden Flight And True Sudden Stops**”, The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, No: 12726, December.
- SARAÇOĞLU, Fatih ve ŞAHAN, Özgür, (2004), “**Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**”, *Sayıştay Dergisi*, Ekim-Aralık, Sayı: 55, ss. 71-82.
- SIMONE, Francisco Nadal De and SORSA, Piritta, (1999), “**A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s.**” IMF Working Paper: 99/52.

- SUVANTO, S., HONKAPOHJA, S., BERLUND, T. and MIKKOLA, A., (2000), **“Promoting The Stability Of International Capital Movements”**, Ministry Of Finance Finland Research Report, No:1/2001, Helsinki, November.
- SEYİDOĞLU, Halil, (2003), **“Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”**, Doğu Üniversitesi Dergisi, Sayı: 4, İstanbul, 121-145.
- SEYİDOĞLU, Halil, (2007), **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, İstanbul .
- SMITH, Adam, (1776), **An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, Editor: Edwin Canan, Methuen & Co. Ltd., London.
- SHARPE, William F., (1964), **“Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”**, The Journal of Finance, Vol. 19, No. 3, pp. 425-442, September.
- STIGLITZ, Joseph E., (2002), **Globalization and It’s Discontents**, New York.
- STIGLITZ, Joseph E., (2003), **90’ların Yükselişi Dünyanın en Parlak 10 Yılının Hikayesi**, Güncel Kitaplar Dizisi, Çeviri: Barış Güven, Aytül Özer, İstanbul.
- SULA, Ozan, (2006), **“Surges and Sudden Stops of Capital Flows to Emerging Markets”**, MPRA (Munich Personal RePEc Archive) Working Paper No: 383, January.
- ŞAHİN, Hüseyin, (1998), **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa .
- T.C. Merkez Bankası, (2007), **Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleriyle Türkiye Uygulaması**, Ankara.
- TAMIRISA, Natalia T., (1999), **“Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade”**, IMF Staff Papers, (International Monetary Fund), Vol. 46, No. 1, pp. 69-88, March.

- TAMIRISA, Natalia, (2004), “**Do Macroeconomic Effects Of Capital Controls Vary By Their Type? Evidence From Malaysia**”, IMF Working Paper no. 04/3. Washington, DC: International Monetary Fund, January.
- TAYLOR, John B., (2008), “**The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong**”, Stanford University Research Project, Volume: 89, No:1, pp. 231-257.
- TEPAV (Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı), (2008), **2007–08 Küresel Finansal Kriz ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler**, Küresel Kriz Çalışma Grubu, Politika Notu.
- TOBIN, James, (1978), "**A Proposal for International Monetary Reform**" Eastern Economic Journal, Eastern Economic Association, vol. 4(3-4), pp. 153-159, July/October.
- TORNELL, Aaron and VELASCO, Andres, (1992), "**The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why Does Capital Flow from Poor to Rich Countries?**", Journal of Political Economy, Vol. 100 (December), pp. 1208-31.
- UNCTAD, (2007), **World Investment Report, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development 2007**, New York and Geneva.
- UNCTAD, (2008), **Development and Globalization: Facts and Figures**, New York and Geneva.
- ULAŞ, Dilber, (2003), **Uluslararası Pazarlara Giriş Stratejisi Olarak Ortak Girişimler ve Türkiye Uygulamaları**, Turhan Kitapevi, Ankara.
- URAS, Güngör, (1979), **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İktisadi Yayınlar Dizisi, İstanbul.
- VARIATO, Anna M., (2003), “**The Keynesian Root of the Tobin Tax**”, University of Bergamo Working Paper, No: 5, February.

- VALDÉS-PRIETO, Salvador and SOTO, Marcelo, (1998), "**The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile**," *Empirica*, Springer, vol. 25(2), pages 133-164, January.
- VALDÉS-PRIETO, Salvador and SOTO, Marcelo, (2000), **New selective capital controls in Chile: Are they effective?**, Chap. 3 in *Capital controls, capital flows, and currency crises*, ed. F. Larraín. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- VERGİL, Hasan, (2002), "**Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri**", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (3) 2002/1, ss.19-33.
- VERNON, Raymond, (1966), "**International Investment and International Trade in the Product Cycle**", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, No:2, pp. 190-207.
- VINALS, Jose, (1992), **Spain's capital account shock**, Center for Economic Policy Research.
- WEI, Shang-Jin, (2000), "**Local Corruption and Global Capital Flows**", *Brooking Papers in Economic Activity*, Issue No. 2, pp. 303-346.
- WEI, Shang-Jin ve WU, Yi, (2002), "**Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows and Currency Crises**", In *Preventing currency Crises in Emerging Markets*, ed. S. Edwards, J. Frankel, University of Chicago Press, pp. 461-501.
- WESTERLUND, Joakim, (2006), "**Testing For Panel Cointegration With Multiple Structural Breaks**", *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, 68, 1, pp. 101-132.
- WESTERLUND, Joakim, (2007), "**Testing For Error Correction In Panel Data**", *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, 69, No: 6, pp. 709-747.

- WORLD BANK, (2007), **Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries I:Review, Analysis and Outlook**, Washington DC.
- WORLD BANK, (2008), **World Development Indicators**, Washington DC.
- WORLD BANK, (2012), **World Development Indicators**, Washington DC.
- WYPLOSZ, Charles, (1986), "**Capital Controls and Balance of Payments Crises**," Jour- nal of International Money and Finance, Vol. 5 (June), pp. 167-79.
- YASED, (1993), "**Yabancı Sermaye Hakkında Görüşler**", Yabancı Sermaye Koordinasyon Derneği, Yayın No: 3, İstanbul , ss. 104-128.
- YENTÜRK, Nurhan, (2003), **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- YELDAN, Erinç, (1995), "**Türkiye’de Finansal Serbestleşme Deneyimi**", 95-96 Petrol İş Yıllığı, İstanbul, ss. 62-84.
- YELDAN, Erinç, (2003), **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları, İstanbul.
- YÜKSEL, Öznur, (1999), **Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulaması**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- ZELLNER, Arnold, (1962), "**An Efficient Method Of Estimating Seemingly Unrelated Regressions And Tests For Aggregation Bias**", Journal Of The American Statistical Association, 57, pp. 348–368.