

Finansal Serbestleşme Politikalarının Etkinliği: Yeni Gelişen Piyasa Ekonomilerinden Bazı Deneyimler

Harun BAL*
Emrah Eray AKÇA**
Ömer DEMİR***

Özet

Bu çalışmada, bazı yeni gelişen piyasa ekonomilerinin 2006Q1-2012Q4 dönemi kapsamında uyguladıkları sermaye kontrollerinin etkinliği olay inceleme yaklaşımı ile incelenmektedir. Analiz sonucu elde edilen bulgular, bütün ülkeler için sermaye kontrollerinin net sermaye girişlerini azaltmadığını ortaya koymaktadır. Genel sonuçlar, ilgili ülkelerin uyguladıkları sermaye kontrollerinin istenilen amaca ulaşmada tam olarak başarılı olmadığını göstermektedir. Etkin bir sermaye kontrolleri politikası için, küresel piyasa ajanlarının uygulanan kontrollere verecekleri tepkinin doğru tahmin edilebilmesi ve bu temelde sermaye kontrollerinin iyi tasarlanması ve dikkatlice uygulanması önerilmektedir.

Anahtar Kelimeler: *Net Sermaye Girişleri, Sermaye Kontrolleri, Olay İnceleme Yaklaşımı, Yeni Gelişen Piyasa Ekonomileri.*

JEL Sınıflandırması: F32, F38, G14.

Abstract - The Effectiveness of Financial Liberalization Policies: The Experiences of Some Emerging Market Economies

In this study, the effectiveness of capital controls implemented in some emerging market economies during 2006Q1-2012Q4 period is investigated by the event study approach. According to the findings obtained by the event study approach, capital controls do not curb net capital inflows in all cases. The overall results suggest that capital controls is not fully achieving the desired objectives for the countries in question. For an effective capital controls policy, it is recommended that the responses of global market agents to the capital controls should be estimated correctly and the capital controls should be well-designed and implemented carefully on this basis.

Keywords: *Net Capital Inflows, Capital Controls, Event Study Approach, Emerging Market Economies.*

JEL Classification: F32, F38, G14.

* Prof. Dr., Çukurova Üniversitesi

**Arş. Gör., Çukurova Üniversitesi

***Dok. Öğr., Çukurova Üniversitesi

1. Giriş

1970'lerin ortalarına kadar hakim olan iktisadi düşünce genel olarak finansal politika ve uygulamalarında korumacı ve müdahaleci bir seyir izlemiştir. Ancak 1970'lerin sonlarında birçok ülkede yaşanan ekonomik krizlerin kaynağı olarak korumacı ve müdahaleci politikaların görülmesi, uygulanan bu finansal politikaların ciddi bir şekilde eleştirilmesine neden olmuştur. Bu bağlamda ekonomide serbest piyasa sistemine ağırlık verme, düzenlemelerin azaltılması ve serbestleşme gibi kavram ve uygulamaları daha fazla önem kazanmaya başlamıştır (Kara ve Kar, 2005; Kaplinsky ve Morris, 2009).

1970'lerin sonunda gelişmiş piyasa ekonomilerinde uygulanmaya başlanan finansal serbestleşme politikaları, 1980'lerle birlikte birçok gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde uygulanan yapısal uyum ve istikrar politikalarının bir parçası haline gelerek, gelişmekte olan ekonomileri de kapsayacak biçimde yaygınlaşmıştır. Gelişmekte olan ekonomileri finansal serbestleşme politikalarını benimsemeye yönelten en önemli neden, bu ülkelerin potansiyel büyümelerinin önünde en büyük engel olarak görülen sermaye yetersizliğinin üstesinden gelme düşüncesi olmuştur (Keskin, 2008; Demiral vd., 2015). Genellikle dış ticaretin ve finans piyasalarının serbestleştirilmesi ile başlayan serbestleşme süreci, sermaye akımları üzerindeki tüm kontrollerin kaldırılması ile son şeklini almaktadır. Bununla birlikte serbestleşme sürecini farklı şekillerde (sıralamalarda) tecrübe eden ülke örneklerine de rastlanmakta (Arjantin ve Şili gibi) ve bu durum söz konusu ülkeler açısından farklı sonuçlar doğurabilmektedir. Bu bağlamda serbestleşme sürecinin uygun bir sıralamada gerçekleştirilmesi önem kazanmaktadır. Bu konudaki temel öneri ise öncelikle cari işlemler hesabının serbestleştirilmesi ve bu serbestleşme sürecinin tamamlanmasından belli bir süre geçtikten sonra sermaye hesabının yavaş bir şekilde serbestleştirilmesidir. Uluslararası sermaye hareketlerine yönelik kontrol ve kısıtlamaların ise sadece yurtiçi finansal piyasaların reforma tabi tutulmasından ve yurtiçi faiz oranlarının yükseltilmesinden sonra kaldırılması gerektiği belirtilmektedir. Faiz oranlarının yükseltilebilmesi de sadece mali açıklar kontrol altına alındıktan sonra mümkün olabilecektir (bkz. Edwards, 1987).

1990'lardan bu yana yeni gelişen piyasa ekonomilerinin gündeminde iki temel konu bulunmaktadır. Bunlar, finansal küreselleşmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan ve önceki yıllarla karşılaştırıldığında büyük ölçüde artış kaydeden finansal krizler ve ödemeler dengesi krizleridir. Küresel finansal bütünleşmenin ardından sermaye girişlerinde meydana gelen artışlar, pek çok yeni gelişen piyasa ve geçiş ekonomilerinde büyümenin desteklenmesinde büyük bir rol oynamıştır. Ancak, sermaye girişlerindeki

dalgalanmalar parasal stok, döviz kuru, faiz oranları ve enflasyon gibi değişkenlerde oynaklığın hızlı artışlarına da yol açmıştır (Calvo, 1998; Jadhav, 2012). Bu durum, küresel ekonomik sistemin önemli bir parçası olan finansal serbestleşme politikalarının sorgulanmasına yol açmıştır.

Sermaye giriş ve çıkışlarında yaşanan yüksek oranlı dalgalanmaların ekonominin geneli üzerinde yarattığı negatif etkiler, söz konusu ülkelerin bu etkileri bertaraf etmek için sermaye kontrolleri uygulamalarına başvurmalarına yol açmıştır. Sermaye kontrollerini uygulamaya yönelik politikalar, modern anlamda ilk olarak savaş harcamalarını finanse etmek ve vergi tabanını arttırmak amacıyla Birinci Dünya Savaşı sırasında uygulanmıştır. Birinci Dünya Savaşı'nın hemen öncesinde ve savaş esnasında ulusal paralara yönelik yapılan spekülatif atakların bir sonucu olarak bu paraların satın alma güçlerinde yaşanan düşüşün askeri harcamaları azaltması, sermaye kontrolleri uygulamalarının önem kazanmasına yol açmıştır (Eichengreen, 2003, s. 280). Sermaye kontrolleri uygulamaları savaştan sonra ortadan kalkmakla birlikte, 1929'daki Büyük Buhran döneminde tekrar uygulanmaya başlanmıştır (Neely, 1999, s. 13). Ülkelerin özellikle kriz dönemlerinde başvurdukları sermaye kontrolleri uygulamaları, birçok ülkenin temel ekonomi politikası araçlarından birisi haline gelmiştir.

1980'lerle birlikte gelişmiş ülkeler sermayenin ülkeler arasında dolaşımının tam serbest olmasından yana tavır sergilemişlerdir. Bu tavır başta OECD, Dünya Bankası ve IMF olmak üzere küresel örgütler tarafından da benimsenmiştir. Ancak 1997'de Uzak Doğu Asya'da patlak veren finansal kriz ve 2008 finansal krizi, sermayenin ülkeler arasında tam serbest dolaşması gerektiği görüşünün sorgulanmasına yol açmış ve gelişmiş ülkelerin dahi sermaye kontrollerini artıracığı yönünde beklentiler oluşmuştur. Bu bağlamda Endonezya, Brezilya ve Rusya'yı da kapsayan birçok ülkenin sermaye kontrollerini uygulamaya koyduğu görülmüştür (Kee vd., 2010; Piketty, 2014).

Pek çok gelişmekte olan ülkenin negatif şoklara maruz kaldıkları dönemlerde daha yaygın bir şekilde uygulama alanı bulan sermaye kontrollerinin başarılı sonuçlar verip vermediğinin sorgulandığı bu çalışma şu şekilde organize edilmiştir: İkinci bölümde sermaye kontrolleriyle ilgili teorik ve ampirik çerçeve sunulduktan sonra, üçüncü bölümde veri seti ile metodoloji tanıtılmakta ve ampirik bulgulara yer verilmektedir. Özet sonuçların ve bu sonuçlara ilişkin değerlendirmelerin yer aldığı dördüncü bölümde çalışmanın temel kısıtı belirtilmekte ve konuyla ilgili yapılacak daha sonraki çalışmalar için öneride bulunarak çalışmamız tamamlanmaktadır.

2. Sermaye Kontrolleri ve Uygulama Yöntemleri

Sermaye kontrolleri, küresel sermaye akımlarının hacmini, yönünü, niteliğini ve zamanlamasını değiştirmeye yönelik politika uygulamalarının tümünü kapsamaktadır (Bloomfield, 1946, s. 688). Sermaye kontrolleri, sermaye girişlerinin vergilendirilmesi, sermaye girişlerinin büyüklüğüne üst sınır konulması ve vade yapısına göre sermaye girişlerine farklı kısıtlamalar getirilmesi gibi birçok düzenlemeyi kapsamaktadır.

Sermaye kontrollerinin uygulama yöntemleri genel olarak doğrudan ya da yönetsel kontrol yöntemleri ve dolaylı ya da piyasa temelli kontrol yöntemleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan kontrol yöntemleri, sermaye girişleri ile ilgili işlemlerin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin açık bir şekilde yasaklanması yoluyla, doğrudan miktar kısıtlamaları yoluyla ya da yasaya dayalı bir onay prosedür işlemleri yoluyla sınırlandırılmasına yönelik uygulamaları kapsamaktadır. Bu tür bir sermaye kontrol uygulamasında genel olarak, ilgili ülkeyle olan sınır ötesi finansal işlemlerin doğrudan miktarının etkilenmesi amaçlanmaktadır. Doğrudan kontrol yöntemlerinin temel özelliği, sermaye akımlarının denetimi için bankaçılık kesimine yönetsel yükümlülükler getirmesidir. Dolaylı kontrol yöntemleri ise sermaye akımlarını daha maliyetli yaparak sermaye girişlerini veya çıkışlarını caydırmayı amaçlayan politikaları kapsamaktadır. Bu tür sermaye kontrol yöntemleri; sterilizasyon yöntemi, çoklu döviz kuru yöntemi, Tobin vergisi yöntemi, faizsiz zorunlu rezerv yöntemi ve diğer düzenleyici yöntemler şeklinde uygulanabilmektedir. Dolaylı kontrollerde finansal işlemin sadece maliyeti etkilenebileceği gibi, hem maliyetinin hem de miktarının etkilenebilmesi de söz konusudur (Ariyoshi vd., 2000, s. 7).

Dolaylı kontrollerin uygulanış yöntemlerinden birisi olan sterilizasyon yöntemi, yoğun sermaye girişleri karşısında merkez bankalarının döviz piyasasına müdahale ederek ulusal paranın değerlenmesini önlemeyi amaçlamaktadır. Bu bağlamda merkez bankaları, sermaye girişlerindeki artıştan kaynaklanan ulusal paranın değerlenmesini önlemek amacıyla piyasaya müdahale ederek döviz rezervlerini arttırmakta ve dolayısıyla para arzında artışa yol açmaktadırlar (Reinhart ve Reinhart, 1998). Çoklu kur yönteminde ise farklı türde küresel finansal işlemlere farklı döviz kurları uygulanmaktadır (Fan, 2004, s. 1-2). Dolaylı kontrol yöntemlerinden bir diğeri olan Tobin vergisi yöntemi, küresel finansal sermaye akımlarının vergilendirilmesi ile ilgilidir. Bu yöntemin temel amacı, yerli yatırımcıların yabancı varlıklara yaptıkları yatırım veya yabancı yatırımcıların yerli varlıklara yaptıkları yatırımlardan elde edecekleri getiriyi azaltarak veya bu yatırımların maliyetlerini artırarak, bu tür finansal işlemleri daha az çekici kılmaktır (Ergül, 2012, s. 16). Faizsiz zorunlu rezerv (URR) yöntemi ise banka

veya banka dışı finansal kuruluşların, net döviz pozisyonlarının belirli bir oranını döviz olarak veya bu döviz tutarının karşılığı kadar yerli para olarak merkez bankasında faizsiz bir şekilde bulundurma zorunluluğu ile ilgilidir. Bu yöntem genellikle sermayenin yurtiçinde kalma süresinin minimum düzeyde tutulması zorunluluğuyla birlikte uygulanmaktadır (Kokenyine vd., 2010). Sermaye kontrolleri uygulamasında kullanılan diğer düzenleyici yöntemler ise genellikle sermayenin hem maliyetine hem de miktarına bağlı düzenlemeler ile farklı sermaye türleri ve yatırımcılar arasında ayırım yapma gibi esaslara dayanmaktadır. Bu kontroller, ticari bankaların sınır ötesi yaptıkları finansal işlemlerde net döviz pozisyonlarına limit koyulması veya yurtdışından borçlanmaları için belirli bir kredi derecelendirme notuna sahip olmaları koşulu gibi politikaları içermektedir (Ariyoshi vd., 2000, s. 7).

Yukarıda değinildiği üzere sermaye kontrollerinin uygulama yöntemleri ülkeler arasında farklı şekillerde olabilmektedir. 2000'lerin çoğunda yüksek büyüme oranlarına sahip olan Brezilya'da, bu dönemde en büyük finansal sermaye akımı kaynağı Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (DYSY) olmuştur. Ayrıca bono, tahvil ve hisse senedi piyasalarına sermaye girişleri artarak devam etmiştir. 2008 küresel finansal krizinin başlamasıyla beraber sermaye girişlerinde yaşanan ani düşüş (sudden stop) dışında, Brezilya'ya özellikle 2006 sonrası dönemde büyük miktarlarda sermaye girişleri olmuştur. Brezilya'daki görece yüksek faiz oranları, istikrarlı ekonomi ve ulusal para biriminin değerlendirileceği yönünde beklentiler, yurtiçine giren sermaye akımlarının artmasına yol açmıştır. Artan sermaye girişlerinin ekonomiyi olumsuz yönde etkilemesini önlemek için Brezilya, sermaye girişlerini engellemek amacıyla sermaye kontrollerine başvurmuştur (Kokeyne vd., 2010). Brezilya'nın farklı dönemlerde uyguladığı sermaye kontrollerinden bazıları şunlardır (Magud vd., 2011): Yabancıların sabit gelir elde ettikleri yatırımları üzerine % 1.5 oranında IOF vergisi (Finansal İşlemler Vergisi- Tobin benzeri bir vergi) uygulanması (Mart 2008), hisse senedi ve menkul kıymet piyasalarında % 2 oranında IOF vergisi uygulanması (Ekim 2009), uluslararası piyasalara ihraç edilen mevduat sertifikaları üzerine vergi uygulanması (Kasım 2009) ve sabit getirili yatırımlar ve sermaye fonları üzerine uygulanan IOF vergisi oranının önce % 4'e daha sonra % 6'ya çıkarılması ile türev işlemlerindeki zorunlu karşılık oranının % 0.38'den % 6'ya çıkarılması (Ekim 2010).

Sermaye girişlerindeki ciddi artışların ekonomi üzerinde doğurabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla sermaye kontrollerine başvuran bir diğer ülke Kolombiya'dır. 1990 yılı itibariyle Kolombiya'ya gelen yabancı finansal sermaye gayrisafi yurtiçi hasılanın sadece % 0,2'sini oluştururken, 1997 yılında bu oran % 7 düzeylerine çıkmıştır. Sermaye girişlerinde meydana gelen bu önemli miktardaki ar-

tış, ulusal paranın hızla değerlenmesine, uluslararası rekabet gücünün düşmesine ve dolayısıyla dış ticaret açıklarına yol açmıştır. Sermaye girişlerinin neden olduğu bu problemler karşısında Kolombiya'da kapsamlı bir yapısal reform programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu bağlamda bankacılık sisteminin yeniden düzenlendiği Kolombiya'da politika yapıcılar, sermaye girişlerinin olumsuz etkilerini azaltmak için sermaye kontrollerini uygulamaya koymuşlardır (Ariyoshi vd., 2000, s. 48). Ulusal para biriminin değer kazanmasını durdurmak veya azaltabilmek amacıyla döviz piyasasına sterilizasyon yöntemiyle müdahale edilmiştir. Devam eden süreçte ise sermaye kontrolleri ve ihtiyat amaçlı makroekonomik politikalar yoğun bir şekilde uygulanmıştır. Kolombiya'nın farklı dönemlerde uyguladığı sermaye kontrollerinden bazıları şunlardır (Magud vd., 2011): Döviz türev pozisyonlarının üst sınırı altındaki dış borçlanmalarda faizsiz zorunlu karşılıklar % 40 olarak uygulanmıştır. Daha sonra bu kısıtlamalar yabancı yerleşiklerin portföy yatırımlarını kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Erken çekilmelere % 1.6 (5 ay alıkoyma şartıyla) ile % 9.4 (ani çekilmeler için) ceza karşılığında izin verilmiştir (Mayıs 2007). DYSY girişleri üzerindeki faizsiz zorunlu karşılıklar, ülkede en az iki yıl kalma zorunluluğu ile birlikte % 50'ye çıkarılmıştır. Net türev pozisyonlarının sınırı, sermayenin % 550'si oranına yükseltilmiş ve (Mayıs 2008) zorunlu karşılıklar için erken çekilme durumunda uygulanan para cezaları artırılmıştır (Haziran 2008).

Sermaye kontrollerine başvuran bir diğer ülke örneği de Tayland'dır. Tayland, büyük miktarda sermaye girişleri sonucu ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi üzerine 2006'da sermaye kontrollerini uygulamıştır. Bu sermaye kontrollerinin temel unsuru, ulusal para birimi olan Baht karşılığında 20.000 ABD dolarını geçen döviz alım-satımı işlemlerinde dövizin % 30'unun bloke edilmesi zorunluluğudur. Sonuç olarak, bir yıldan daha az süre yurtçinde kalan finansal sermayeye % 10 oranında bir vergi uygulanarak sermayenin karlılık oranı düşürülmüş ve dolayısıyla ülkeye sermaye girişi caydırılmaya çalışılmıştır. Zamanla sermayenin ülkeden çıkışı yönündeki mevcut kısıtlamalar da gevşetilmiştir. Öte yandan politika yapıcılar, yerleşiklerin yurtdışına yatırım yapmalarının önündeki engelleri kaldırarak net sermaye girişlerini azaltmaya çalışmışlardır (Kokeyne vd. 2010). Tayland'ın farklı dönemlerde uyguladığı sermaye kontrollerinden bazıları şunlardır (Magud vd., 2011): Yabancıların vadesiz mevduat şeklinde Tayland Bankası'nda tuttıkları varlıkları için gerekli rezervler % 2'den %7 düzeyine artırılmıştır. Buna karşın yerleşiklerin varlıkları için gerekli rezervler % 7'den % 5'e düşürülmüştür (Aralık 1995). Ticari bankaların kısa vadeli offshore (açık denizlerde) borçlanmaları için, Tayland Merkez Bankası'nda tutması gereken zorunlu karşılık oranının alt sınırı % 7 olarak belirlenmiş, ticari borçlanmalar ise bu uygulamadan

muaf tutulmuştur (Nisan 1996). Tayland yerleşiklerinin sahip olabilecekleri yabancı varlık değerleri üzerindeki sınır artırılmıştır (Haziran 2010). Devlet ve devletin desteklediği işletmeler tarafından çıkarılan yeni Tayland bonoları için yabancıların faiz ve sermaye kazançları üzerine koyulan ve daha önce kaldırılan % 15'lik stopaj vergisi tekrar uygulanmıştır (Ekim 2010).

Yukarıda bahsedilen üç ülke örneğinde de dikkat çeken husus, sermaye kontrollerinin yaygın bir şekilde yabancıların ülkede tuttıkları varlıklara karşılık gerekli zorunlu rezerv miktarlarının artırılması şeklinde gerçekleşmiştir. Bunun yanı sıra, ülkeye giren sermayenin zorunlu olarak ülkede kalma süresinin uzatılmasının da bir diğer yaygın uygulama olduğu ifade edilebilir.

2.1. Sermaye Kontrollerinin Uygulama Nedenleri

Ülkelerin sermaye kontrolleri uygulamalarına başvurmalarının altında yatan nedenleri; ödemeler dengesi ve makroekonomik yönetim, piyasa ve kurumsal gelişme, ihtiyat amaçlı politikalar ve diğer nedenler olmak üzere dört başlık altında incelemek mümkündür.

Sermaye kontrollerinin birinci temel nedeni, ödemeler dengesinin ve makroekonomik yönetimin sağlanmasıdır. Sermaye kontrolleri, ödemeler dengesi ve makroekonomik yönetim için ekonomi politikası araçlarından biri olarak kabul edilmektedir. Ülkeler sermaye kontrolleri ve kambiyo kısıtlamalarını genel olarak ödemeler dengesi zayıf olan ülkelere sermaye kaçışını engelleme aracı olarak kullanmaktadırlar. Sermaye kontrolleri, para ve döviz kuru politikası konusunda belirli oranda politika bağımsızlığını elde etmek amacıyla da uygulanmaktadır. Sermaye kontrolleri, faiz ve döviz kuru politikalarının birlikte uygulanmaları sonucunda ekonomide birbirleriyle uyum içinde olmayan iç ve dış denge amaçlarına ulaşmak için de kullanılabilir (Johnston ve Tamisira, 1998, s. 13-14).

Sermaye kontrollerinin ikinci temel nedeni, yerel finansal piyasa ve kuruluşların yeterince gelişmemiş olduğu durumlarda, genç endüstrileri ve az gelişmiş finansal piyasaları korumak amaçlıdır. Bunun iki nedeni vardır: Birincisi, gümrük tarifeleriyle korunduğunda genç endüstrilerin ölçek ekonomisi kazanacağı ve böylece üretimde artışın gerçekleşeceği. İkincisi ise, yerli endüstrinin yaparak öğrenme (learning by doing) sonucunda maliyetleri düşüreceğidir. Bu iki neden de kısa süreli tarifelerin kullanımını haklı çıkarmaya yöneliktir. Genç endüstrilerin korunmasına yönelik uygulamalar, sermaye giriş ve çıkışlarına uygulanacak kısıtlamalar için gerekçe ortaya koymak amacıyla da kullanılabilir. Sermaye piyasaları bağlamındaki genç en-

düstrilerin korunmasına yönelik uygulamalar, küçük yerli finansal işletmelerin büyük yabancı finansal işletmelerden daha az etkin olduğu durumlarda finans piyasalarının serbestleştirilmesi halinde, söz konusu yerel işletmelerin rekabet edebilme gücünü artırma amacına yöneliktir (Neely, 1998).

Sermaye kontrollerinin üçüncü temel nedeni ihtiyat amaçlı politikalardır. Uluslararası finansal işlemler, yurtdışı finansal işlemlere göre transfer riski ve ülke riski (politik risk) gibi farklı riskler taşımaktadır. Ülkelere göre değişebilen muhasebe ve denetim standartları nedeniyle, yabancı menkul kıymetlerin ticaretinde farklı durumlarla karşılaşabilmektedir. Bu nedenle sermaye kontrolleri, finansal piyasaların istikrarını korumak amacıyla uygulama alanı bulmaktadır. Sermaye kontrollerinin, ulusal kuruluşların yabancı para cinsinden hesaplarına kısıtlama getirerek veya finansal kuruluşların yükümlülüklerinin vadesini uzatarak finansal sistemin istikrarını koruyabileceği ifade edilmektedir (Alp, 2000, s. 48).

Sermaye kontrollerinin diğer nedenleri; ekonominin büyüklüğü ve dışa açıklığı, düzenleyici ve denetleyici sistemin yapısı ve sosyal, stratejik ve sektörel diğer kaygılar ile ilgili nedenlerden oluşmaktadır. Gelişmiş bir ekonomiye sahip olan ülkelerin yatırımların çeşitliliği bakımından daha fazla olanağa sahip olmalarının, bu ülkelerin sermaye piyasalarını dışa açma konusunda daha az istekli olmalarına yol açtığı belirtilmektedir. Ekonominin dışa açıklık derecesi de sermaye kontrollerinin ne sıklıkla ve ne derece uygulanacağını etkileyebilmektedir. Finansal kriz şoklarına karşı döviz ve sermaye kontrolleri savunulsa bile, ticari serbestleşmenin devamı olarak görülen finansal serbestleşme nedeniyle, kontrollerin kaldırılmasının kolaylaşacağı beklentisi oluşmaktadır (Park ve Won-Am, 1995, s. 38). Sermaye kontrolleri, devletin piyasaya müdahale politikalarının bir aracı olarak da kullanılabilir. Sermaye akımlarının bileşimi içerisinde en önemli unsuru oluşturan DYSY'nın görece önemli ve stratejik alanlara yönelmesi; güvenlik ve ulusal egemenlik gibi bazı nedenlerle bu yatırımların daha titiz bir şekilde kontrol edilmesini gerektirmektedir (Johnston ve Tamisira, 1998, s. 16).

2.2. Sermaye Kontrollerine Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Sermaye kontrollerinin teorik çerçevesini oluşturan temel yaklaşımları; Neo-klasik Yaklaşım, İkinci En İyi Teori Yaklaşımı ve Keynesyen Yaklaşım kapsamında incelemek mümkündür.

Neo-klasik yaklaşımda; tam ve etkin işleyen piyasalar, reel ve finansal piyasalar arasında farkın olmaması ile sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olma-

ması gibi temel varsayımlar benimsendiğinden dolayı, her türlü müdahalenin ulusal refahı azaltacağı yönünde bir çıkarımda bulunmak mümkündür. Bununla ilgili yapılan çalışmalardan genel olarak sermaye kontrollerinin yurtiçi yatırımları ve refahı azaltacağı yönünde bulgular elde edilmiştir (Bacchetta, 1992, s. 465). Dolayısıyla Neo-klasik yaklaşıma göre, istisnai durumlar dışında sermaye kontrollerine başvurulmamalıdır. Ancak son zamanlarda Neo-klasik yaklaşım temelinde şekillenen uluslararası finansal sistemin öncü kurumu IMF, kapsam ve zamanlama açısından çok iyi tasarlanmış ve makroekonomik ihtiyat politikalarıyla birlikte uygulanmak koşuluyla, bazı özel durumlarda sermaye kontrollerine başvurulabileceğini kabul etmekte ve bu konuda ülkelere politika önerilerinde bulunmaktadır (Ostry vd., 2011).

İkinci en iyi teoriye göre, tam rekabet piyasasında doğabilecek aksaklıkları başka bir şekilde düzeltme imkanı bulunmadığı durumlarda, bu aksaklıkları düzeltmek için vergiler veya miktar kısıtlamaları kullanılarak refah düzeyinin artırılması mümkün olabilmektedir. Vergilerin veya miktar kısıtlamalarının bu şekilde kullanılarak iktisadi refahı arttırmaya yönelik uygulamalar ikinci en iyi teori kapsamında değerlendirilmektedir (Razin ve Sadka, 1991). Piyasada karamsar beklentilerin olduğu durumlarda sermaye akımlarına Tobin tipi vergilerin uygulanması, reel sektördeki yatırımları arttırıcı yönde etkiye bulunmaktadır (bkz. Tornell, 1990). Yine, hükümetin yurtdışı kaynaklı sermayeyi etkin bir şekilde vergilendirmediği durumlarda, sermaye akımlarına karşı sermaye kontrolleri uygulanmasının yurtiçi sermaye stokunu daha fazla arttıracağı ifade edilmektedir (Razin ve Sadka, 1991).

Keynesyen yaklaşım temel olarak, kısa vadeli ekonomik istikrar için sermaye kontrollerini uygulamaya yönelik politikaları yararlı bulmaktadır. Keynesyen makroekonomik modeller kurularak sermaye kontrollerinin yatırımları arttıracağı ve finansal açıklıktan kaynaklanan sorunların önüne geçebileceği belirten Epstein ve Schor (1992), kapasite kullanımını arttırarak ve yüksek büyüme hızına ulaşmayı kolaylaştıran genişletici para ve maliye politikalarının sermaye kontrolleri ile birlikte uygulanması durumunda, yatırımların ya düşük yurtiçi faiz oranları ile ya da yüksek yurtiçi talep ile teşvik edilmesi gerektiğini savunmaktadırlar. Ayrıca sermaye kontrollerinin uygulanması durumunda ülkeler arasındaki bağlantılar azalacağı için, bir ülkenin uyguladığı politikanın başka bir ülkedeki sermaye giriş çıkışları üzerine olası olumsuz etkilerinin de önüne geçilebilmektedir.

2.3. Ampirik Çalışmalar ve Bulguları

Literatürde sermaye kontrollerinin etkinliğini doğrudan ölçen çalışmaların sayısı çok fazla olmamakla birlikte, özellikle 2000'li yıllardan sonra konuyla ilgili yapılan ça-

lişmaların sayısı artmıştır. Kolombiya'nın 1991-1998 döneminde uyguladığı sermaye kontrollerinin etkinliğini inceleyen Cardenas ve Barrera (1997), kontrol uygulamalarının ülkeye giren sermayenin büyüklüğünü etkilememekle birlikte, vade yapısını uzattığı bulgularına ulaşmışlardır. 1988-1995 döneminde Brezilya için sermaye kontrollerinin iselliliğini VAR analizini kullanarak inceleyen Cardoso ve Goldfajn (1998), sermaye kontrollerinin net sermaye girişlerini etkilemekte başarılı olduğu sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte yazarlar, bu sermaye kontrollerinin etkisinin sadece 6 ay sürdüğü ifade etmişlerdir. Tayland, Malezya ve Brezilya'nın sırasıyla 1997, 1998 ve 1999 yıllarında uyguladıkları sermaye kontrollerinin etkinliğini GARCH yöntemini kullanarak inceleyen Edison ve Reinhart (2001), uygulanan sermaye kontrollerinin Brezilya ve Tayland'da başarılı olmadığı, Malezya'da ise başarılı olduğu sonucuna varmışlardır. Buna göre Malezya'da sermaye kontrolleri uygulamalarıyla daha yüksek faiz oranına, istikrarlı bir reel döviz kuruna ve daha bağımsız bir para politikasına ulaşılmıştır. Yazarlar bunun gerekçesi olarak, derin finansal piyasalara sahip olan Brezilya'da ve deniz aşırı bankacılık merkezine sahip olan Tayland'da bu tür özelliklere sahip olmayan Malezya'ya göre daha fazla arbitraj olanağı olduğu için sermaye kontrollerinin etkisinin Malezya'ya göre daha sınırlı olacağını belirtmişlerdir. şubat 2001 ile Kasım 2003 döneminin kapsayan çalışmasında TCMB'nin döviz ihaleleri ve doğrudan müdahalelerinin döviz kurları üzerindeki etkisini E-GARCH yöntemi ve olay inceleme yaklaşımı ile inceleyen Ağcaer (2003), TCMB'nin döviz ihaleleri ve doğrudan müdahale işlemleri yoluyla döviz kurları üzerinde genel olarak pozitif bir baskı yarattığı sonucuna ulaşmıştır. Yazar, TCMB'nin döviz satışlarına olan müdahalesinin döviz kurları üzerinde belirgin bir etkisi olmadığı; buna karşın döviz alışlarına olan müdahalesinin döviz kurlarının yönünü değiştirmemekle birlikte, Türk Lirası'nın değer kazanma hızını azalttığını belirtmektedir.

Sermaye kontrollerinin etkinliğini ölçmeye yönelik yapılmış 30'a yakın ampirik çalışmayı inceleyen Magud ve Reinhart (2006), sermaye kontrollerinin para politikasını daha bağımsız bir hale getirdiği, sermaye akımlarının bileşimini değiştirdiği ve ulusal para üzerindeki değerlenme baskısını azalttığı sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte sermaye kontrollerinin, net finansal sermaye akımları büyüklüğünü etkilemediği yazarların çalışmasından elde edilen diğer bulgular arasındadır. Hindistan'ın 2007'de uyguladığı sermaye kontrollerinin etkilerini inceleyen Balin (2008) ise sermaye kontrollerinin sermaye girişlerinden kaynaklanan sorunları çözmede pek de başarılı olamadığı sonucuna varmıştır. Buna göre sermaye kontrolleri, hisse senedi piyasalarındaki oynaklığı azaltmamakla birlikte, portföy yatırımları ve borçlanma şeklindeki sermaye akımlarını görünüşte yavaşlatmaktadır. Ancak yatırımcılar uygulanan sermaye kont-

rollerini bir şekilde aştıkları için, kontrollerin gerçek anlamda net portföy yatırımlarını azaltması sınırlı düzeyde olmuştur. Bu bağlamda, Hindistan'da uygulanan sermaye kontrollerinin en önemli başarısının ticari borçlanmanın vade yapısını uzattığını söylemek mümkündür.

2007'de Kolombiya'da uygulanan sermaye kontrollerinin sermaye akımları ve döviz kuru dinamikleri üzerine olan etkilerini en küçük kareler (OLS) yöntemiyle inceleyen Clements ve Kamil (2009), sermaye kontrollerinin dış borçlanmayı düşürmede etkili olduğunu saptamışlardır. Ancak, bu kontrollerin portföy yatırımları ve diğer sermaye türlerine önemli bir etkisi olmamıştır. Çalışmadan elde edilen genel sonuçlar, sermaye kontrollerinin döviz kuru düzeyini etkilemediği, ancak kurun oynaklığını arttırdığı ekseninde birleşmektedir. Ayrıca kontrollerin, döviz kurunun dış şoklardan etkilenme derecesini gösteren katsayıyı azaltmadığı görülmüştür. Brezilya, Şili ve Kolombiya gibi bazı yükselen piyasa ekonomilerinin 1990'larda uyguladığı sermaye kontrollerinin etkinliğini ölçmeye yönelik ampirik literatürü değerlendiren Ostry vd. (2010), uygulanan kontrollerin sermaye girişlerini etkilemediğini ve dolayısıyla kontrollerden önce var olan reel değerlendirme baskısının kontrollerden sonra da devam ettiğini ifade etmiştir.

Baba vd. (2011), sermaye kontrolleri ve ihtiyat amaçlı politikalardan oluşan sermaye girişlerine yönelik önlemlerin etkinliği konusunda kesin bir kanıtın olmadığını; aynı önlemlerin bazı olaylarda etkili olurken, diğer bazı olaylarda ise etkili olmadığını belirtmişlerdir. Yazarlar ayrıca ihtiyati önlemler etkili olsa bile, bu etkinin kısa vadeli olacağını savunmaktadırlar. Bu ihtiyati önlemlerin etkisinin, ekonomide uygulandıkları alanların kapsamı ve sürekliliği paralelinde artabileceği/azalabileceği vurgulanmaktadır. Ancak bu durum geçmişte birçok ülkede, günümüzde ise Çin ve Hindistan'da görüldüğü gibi, finans sektörleri üzerinde yoğun baskı oluşmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle aşırı kontroller ve finansal baskı uygulamaları, tasarrufların etkin olmayan dağılımına ve uzun vadede düşük büyüme düzeylerine yol açabilmektedir. 2002Q1-2009Q4 dönemi kapsamında 12 ülkenin uyguladığı sermaye kontrollerinin etkinliğini olay inceleme yaklaşımı ile sorgulayan Ergül (2012), sermaye kontrollerinin sınırlı bir şekilde etkin olduğu sonucuna varmıştır. G-20 ülkeleri için sermaye kontrollerinin etkinliğini olay inceleme yaklaşımını kullanarak test eden Fratzscher (2012) ise uygulanan kontrollerinin ulusal paranın eksik değerlendirilmesine yol açtığı ve portföy akımlarını azaltıcı yönde etkide bulunduğu sonucuna varmıştır.

Sermaye kontrollerinin ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları ve döviz kuru dalgalanmaları arasındaki bağlantıyı azaltıp azaltmadığını, Batı Avrupa ve yükselen pi-

yasa ekonomilerine ait panel verileri kullanarak SUR regresyon analiziyle sorgulayan Straetmans vd. (2013), sermaye kontrolleriyle ilgili politik riskler meydana geldiğinde söz konusu uygulamaların faiz paritesinden sapmalar üzerinde çok sınırlı bir etkisi olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. 2008 krizi sonrası Brezilya’da uygulanan üç aşamalı sermaye kontrollerinin etkisini analiz eden Chamon ve Garcia (2014), ilk uygulamaların reel kur üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu, buna karşın ikinci aşamada gerçekleşen türev ürünler üzerine konulan vergilerin ardından döviz kuru üzerindeki reel değerlendirme baskısının azaldığını ve üçüncü aşamada uygulanan kontrollerden sonra Brezilya’nın yerel parasında % 10 kadar değer düşüklüğünün meydana geldiğini ifade etmişlerdir.

1995-2011 dönemi kapsamında 78 ülkenin uyguladığı sermaye kontrollerini dōngüsel açıdan panel verilerle analiz eden Fernandez vd. (2015), sermaye kontrollerinin önemli ölçüde düzensiz hareket ettiği sonucuna varmışlardır. Yazarlar, toplam ekonomik faaliyetlerde meydana gelen ani yükseliş ve düşüşlerin sermaye kontrollerinin seyriyle hemen hemen bağlantısı olmadığını ifade etmişlerdir. Yükselen piyasa ekonomilerinin önemli miktarda gayri safi sermaye akımına maruz kaldıkları dönem boyunca uyguladıkları sermaye kontrolleri ile finansal sektörün DYSY akımları ve bankaların borç akımları arasındaki ilişkiyi inceleyen Dell’Erba ve Reinhardt (2015), finansal sektördeki DYSY akımlarının bankacılık sektörünün borç akımlarına benzer bir şekilde hareket ettiğini ve her ikisinin de gayri safi yurtiçi hasıladaki ve yabancı para cinsinden kredi genişlemesindeki ani artışlarla/azalışlarla ilişkili olduğu bulgularına ulaşmışlardır. Sermaye kontrollerinin bu iki sermaye akımına olan etkisinin ise zıt yönde olduğunu belirten yazarlar, kısa dönem borç akımları üzerine konulan kısıtlamaların bankacılık sisteminin borç akımlarındaki ani artışları azalttığını, buna karşın finansal sektördeki DYSY akımlarındaki ani artış olasılığını güçlendirdiğini belirtmişlerdir. Gelişmiş ve gelişmekte olan 40 ülkeye ait panel verilerle döviz piyasasındaki hareketlerin belirleyicilerini sermaye kontrollerinin etkilerine odaklanarak araştıran Akram ve Byrne (2015), özellikle gelişmiş ülkelerin uyguladığı sermaye kontrollerinin ilgili ülkelerin yerel paralarında değer kaybına yol açtığı bulgusuna ulaşmışlardır. Hindistan’ın makro ihtiyat ve ulusal paranın değerini kontrol etme amacıyla uyguladığı sermaye kontrollerinin etkinliğini olay inceleme yaklaşımı çerçevesinde analiz eden Pandey vd. (2015), uygulanan kontrollerin stok fiyatları, sermaye girişleri ve banka kredilerindeki artışlar gibi birçok değişken üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte yazarlar, sermaye kontrollerinin kısa dönemde reel döviz kurunu etkilediğini ve sermaye akımlarının yarattığı ulusal paranın değerlendirilmesi yönündeki baskıyı sınırladığını ortaya koymuşlardır.

İlgili literatür, sermaye kontrollerinin etkinliğini analiz ve test etmede olay inceleme yaklaşımının popülerliğine dikkat çekmektedir. Çünkü bu yöntem, uygulanan sermaye kontrollerinin farklı makroekonomik ve finansal büyüklükler üzerindeki etkilerinin ayrı ayrı görülebilmesinde diğer yöntemlere göre ilave avantajlara sahiptir (Fratzscher, 2012; Pandey vd., 2015). Bu yöntem kullanılarak yapılan çalışmalardan görece daha tutarlı sonuçlar elde edilmesi ise yöntemin güvenilirliğini destekler niteliktedir. Çalışmamız bazı yeni gelişen piyasa ekonomilerinin uyguladıkları sermaye kontrollerinin etkinliğini olay inceleme yaklaşımı ile analiz ederek ampirik literatüre bir katkı sağlamayı arzulamaktadır.

3. Veri Seti, Metodoloji ve Ampirik Bulgular

Bu çalışma Brezilya, Kolombiya, Rusya, Tayland, Endonezya ve Filipinler'in 2006-2012 yılları arasında uyguladıkları sermaye kontrollerinin etkinliğini olay inceleme yaklaşımıyla analiz etmektedir. Olay inceleme yaklaşımı çerçevesinde yapılan analizde Ergül (2012)'nin çalışmasından hareket edilmiştir. Sermaye kontrollerinin etkinliğini görmek için net sermaye girişleri, reel efektif döviz kuru ve cari işlemler dengesi değişkenleri baz alınmıştır. Buna göre, uygulanan sermaye kontrollerinin başarılı olabilmesi, sermaye kontrollerinin bu üç değişkeni etkileme gücüne bağlı bulunmaktadır. Çalışmada 2006Q1-2012Q4 dönemi kapsamında çeyrek yıllık veriler kullanılmıştır. Bu dönem sınırlarında çalışılmasının nedeni olay inceleme yaklaşımı doğrultusunda, ele alınan ülkelerin sermaye kontrollerini uyguladıkları dönemin iki yıl öncesi ve iki yıl sonrasının dikkate alınması gerekliliğidir. Çünkü uygulanan sermaye kontrollerinin etkinliği kısa dönemde görülebilmektedir. Cari işlemler dengesi ve net sermaye girişleri verileri, ilgili ülkelerin merkez bankalarının veri tabanlarından alınmıştır. Ülkelerin ödemeler dengesi istatistikleri incelenerek oluşturulan net sermaye girişleri verisi; doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer yatırımların toplamı olarak hesaplanmıştır. Aylık olarak BIS'in veri tabanından alınan reel efektif döviz kuru verisi ise üç aylık verilere dönüştürülmüştür. Reel efektif döviz kuru verileri 2010=100 endeksi formatında analize dahil edilirken, cari işlemler dengesi ve net sermaye girişleri verileri düzey (ham) hallerinde kullanılmıştır.

Sermaye kontrolleri uygulamalarının etkinliğini analiz etmekte kullanılan olay inceleme yaklaşımının ilk kullanımı şirket finansı alanında olmuştur. Olay inceleme yaklaşımı ampirik bir yöntem olarak şirket birleşmeleri veya hisse senetlerinin halka arzı gibi az rastlanan olayların, şirket varlıklarının değerine olan etkisini ölçmek için kullanılmaya başlanmıştır. Bu tür olayların etkisi, çeşitli ekonometrik yöntemler kullanılarak ölçülebilmektedir. Bununla birlikte şirket bünyesinde gerçekleşen önemli bir

olayın şirket varlıklarının değerinde meydana getirdiği anormal getirilerin dağılımının, finans literatüründe olay inceleme yaklaşımıyla daha etkin bir şekilde ölçüldüğü görülmektedir (De Jong vd., 1992, s. 1). Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarda genellikle zaman serisi modelleri kullanılmakla birlikte Fatum ve Hutchison (1999), olay inceleme yaklaşımının standart zaman serisi modelleriyle karşılaştırıldığında müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkisini incelemek için çok daha uygun bir yöntem olduğunu öne sürmüştür. Buna göre, zaman serisi modelleri kullanarak yapılan çalışmalarda müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkisine ilişkin oldukça tutarsız sonuçlar elde edilmektedir. Buna karşın, olay inceleme yaklaşımı kullanılarak yapılan çalışmalar, müdahalelerin döviz kurları üzerinde etkili olduğuna ilişkin tutarlı sonuçlar vermektedir. Ayrıca olay inceleme yaklaşımı, uygulanan sermaye kontrollerinin farklı makroekonomik ve finansal büyüklükler üzerindeki etkilerinin ayrı ayrı görülebilmesini sağlayarak da diğer yöntemlere göre avantajlar sağlamaktadır (Fratzscher, 2012; Pandey vd., 2015).

Sermaye kontrolleri uygulamalarının etkinliği; uygulanan yöntem, döneme ve ülkeye göre değişmekle birlikte, genellikle döviz kuruna istikrar kazandırma, bağımsız para politikası sağlama veya iç makroekonomik ve finansal istikrarı sağlama gibi politika amaçlarını gerçekleştirip gerçekleştirmediği ile ölçülmektedir (Ariyoshi vd., 2000, s. 5). Bu bağlamda sermaye kontrollerinin etkinliği, kontrol uygulamalarının sermaye akımlarının bileşimi ve büyüklüğünü değiştirmesi, ulusal para üzerindeki değerlendirme baskısını düşürmesi ve para politikasını daha bağımsız yapması gibi kriterlere bağlıdır.

Sermaye kontrollerinin etkinliğini test etmek için kullanılan olay inceleme yaklaşımı üç aşamadan oluşmaktadır. Birincisi, olayların tanımlanması aşamasıdır. Bazı finansal olaylar zaman içinde bir veya birkaç kez tekrarlanmaktadır. Bu gelişmelerin her biri bağımsız bir olay olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmada etkinliği araştırılan sermaye kontrolleri de, zaman içinde belirli dönemlerde yoğun bir şekilde uygulanan ve bir veya birkaç kez gerçekleşen finansal olaylar grubuna girmektedir. Çalışmada her bir ülke için sermaye kontrollerinin uygulama tarihleri bağımsız bir olay olarak tanımlanmaktadır. Örneğin, Brezilya'da sermaye kontrollerinin uygulandığı tarih (2008Q1), bağımsız bir olay olarak tanımlanmıştır. Çalışma kapsamında ele alınan ülkelerden Brezilya ve Kolombiya 2008 yılının ilk çeyreğinde sermaye kontrollerini uygulamaya koyarken; Rusya, Endonezya, Filipinler ve Tayland ise 2010 yılının son çeyreğinde sermaye kontrollerini uygulamaya başlamışlardır. Çalışmada ele alınan ülkelerin 2006Q1-2012Q4 dönemi aralığında sermaye kontrollerini uygulamaya başladıkları dönemler ve kontrolleri uygulayış yöntemleri (tanımlanan finansal olaylar) Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1. 2006Q1-2012Q4 Döneminde Tanımlanan Finansal Olaylar

Ülke	Dönem	Finansal Olay
Brezilya	Mart 2008	Yabancıların sabit gelir elde ettikleri yatırımları üzerine % 1.5 oranında IOF vergisi (Finansal İşlemler Vergisi- Tobin benzeri bir vergi) uygulandı.
Kolombiya	Mayıs 2008	DYSY girişleri üzerindeki faizsiz zorunlu karşılıklar ülkede en az iki yıl kalma zorunluluğu ile birlikte %50'ye çıkarıldı. Net türev pozisyonlarının sınırı, sermayenin %550'si oranına yükseltildi.
Rusya	Eylül 2010	Dövizle endekli borçlanmaların faiz ödemeleri, merkez bankasının belirlediği yeniden finansman oranını 0,8 oranında aşan şirketlere kurumsal kar vergisi uygulandı.
Endonezya	Haziran 2010	Sermaye girişleri üzerinde uygulanan zorunlu karşılık oranı aylık % 1'e çıkarıldı.
Filipinler	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 cinsinden borçlanma yapabilmesi için peşin ödeme zorunluluğu getirildi. İşçi dövizleri bankaların repo fonlarında değerlendirildi. Filipinlerin offshore (açık denizlerde) borç satın alımları 30 milyon dolardan 60 milyon dolara yükseltildi.
Tayland	Haziran 2010	Tayland yerleşiklerinin sahip olabilecekleri yabancı varlık değerleri (çıkan FDI dahil) üzerindeki kısıtlama artırıldı.

Kaynak: Magud vd., 2011, s. 27-31.

Olay inceleme yaklaşımının ikinci aşaması, olay penceresinin tanımlanması aşamasıdır. Olay penceresi bir olayın, olay öncesi ve olay sonrası dönemlerini kapsamaktadır. Bu çalışmada tanımlanan her bir olay için, olay öncesi ve sonrası için sekizer çeyrek dönemler olmak üzere bir olay penceresi tanımlanmıştır. Buna göre sermaye kontrollerinin belirlenen değişkenler açısından etkinliğine ilişkin analiz, tanımlanan olayın öncesi ve sonrasındaki iki yıla ait verilerin ortalama bazında karşılaştırılmasına dayanmaktadır. 2006Q1-2012Q4 döneminde ilgili ülkeler için tanımlanan olay pencereleri Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2. 2006Q1-2012Q4 Döneminde Tanımlanan Olay Pencereleeri

Ülkeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brezilya			Q1				
Kolombiya			Q2				
Rusya					Q3		
Endonezya					Q2		
Filipinler					Q4		
Tayland					Q2		

Kaynak: Magud vd., 2011, s. 27-31.

Olay inceleme yaklaşımının üçüncü aşaması başarılı olayın tanımlanmasıdır. Uygulanan sermaye kontrollerinin başarılı olup olmadığı, kontrollerin uygulandığı dönemlerin öncesi ve sonrasında net sermaye girişleri, reel efektif döviz kuru ve cari işlemler dengesine ait üçer aylık verilerin ortalamaları karşılaştırılarak belirlenmektedir. Bu çalışmada başarılı olayın belirlenmesi amacıyla çift örnekli ortalama testi (matched sample test) yapılmıştır. Bu test uygulanarak belirlenen değişkenlerin olay öncesi ve olay sonrası ortalamaları arasında anlamlı bir değişimin olup olmadığı sonucuna varılmaktadır. Çift örnekli ortalama testi, birinci örneklem gözlemleri (olay öncesi) ile ikinci örneklem gözlemlerini (olay sonrası) karşılaştırma bakımından oldukça elverişli bir yöntem olduğu için olay inceleme yaklaşımı kapsamında uygulanabilmektedir. Çift örnekli ortalama testinde birinci örneklemdeki (olay öncesi) her gözlem, ikinci örneklemdeki gözlemlerle (olay sonrası) eşleştirilmekte ve aradaki fark (D_i) hesaplandıktan sonra, örneklem ortalaması (D) ve standart sapma (S_D) hesaplanmaktadır. Her iki örneklemdeki gözlemlerin de normal dağılıma sahip olduğu varsayımı altında, ($n-1$) serbestlik derecesine ve t dağılımına sahip çift örnekli ortalama testi şu şekilde gösterilmektedir (Fatum ve Hutchison, 2003, s. 399):

$$\frac{D - \mu_D}{SD} \sim t(n-1) \quad (1)$$

Bu denklemdeki n eşleştirilmiş gözlem sayısını gösterirken, μ_D ise H_0 hipotezi altında iki örneklem ortalaması arasında anlamlı bir değişim olup olmadığının sınınamasına olanak veren eşleştirilmiş gözlemler arasındaki farkın ortalama değerini göstermektedir. Sermaye kontrollerinin etkinliğini test etmeye yönelik kurulan H_0 ve H_1 hipotezleri çift örnekli ortalama testi ile %5 anlamlılık düzeyinde test edilmiştir. Bu amaçla kurulan hipotezler şu şekildedir:

$H_0: \mu_D = 0$ (Sermaye kontrollerinin uygulandığı dönemlerin öncesi ve sonrasında ilgili değişkenlerin ortalamaları değişmemektedir).

$H_1: \mu_D < 0$ ya da $\mu_D > 0$ (Sermaye kontrollerinin uygulandığı dönemlerin öncesi ve sonrasında ilgili değişkenlerin ortalamaları değişmektedir).

Bu çalışmada net sermaye girişleri ve cari işlemler dengesi açısından başarılı olaylar, istatistiksel anlamlılık kriterlerini sağlayan olaylar olarak tanımlanırken; kontrollerin reel efektif döviz kuru bakımından başarılı olabilmesi ise istatistiksel olarak anlamlı olmamasına bağlıdır. Sermaye kontrollerinin etkinliğini sınamak amacıyla olay inceleme yaklaşımı çerçevesinde yapılan çift örnekli ortalama testi sonuçları Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3. Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları

Değişkenler	Ülkeler	p*	t	Ortalama Farkı	%95 Güven Aralığı	
Net Sermaye Girişleri	Brezilya	0.841	0.209	1211.163	-12453.493	14875.821
	Kolombiya	0.796	0.268	203.82	-1594.044	2001.684
	Rusya	0.209	1.382	3365.631	-2391.319	9122.582
	Endonezya	0.236	1.295	176.036	-145.283	497.356
	Filipinler	0.425	0.846	997.170	-1788.041	3782.382
	Tayland	0.707	0.390	-70181.61	-494925.498	354562.278
Reel Efektif Döviz Kuru	Brezilya	0.012*	3.361	-7.962	-13.563	-2.36
	Kolombiya	0.701	0.401	2.076	-10.171	14.323
	Rusya	0.018*	3.059	-7.185	12.739	-1.631
	Endonezya	0.004*	4.13	-9.636	-15.153	-4.119
	Filipinler	0.000*	6.885	-5.478	-7.359	-3.596
	Tayland	0.000*	6.101	-3.802	-5.276	-2.328
Cari İşlemler Dengesi	Brezilya	0.000*	7.066	8668.036	5767.630	11568.443
	Kolombiya	0.478	0.748	220.277	-475.546	916.101
	Rusya	0.000*	6.101	-123071.29	-170771.109	-75371.472
	Endonezya	0.374	0.948	-168.536	-588.502	251.428
	Filipinler	0.274	1.185	421.443	-419.545	1262.432
	Tayland	0.429	0.838	57652.591	-104891.315	220196.497

Not: p* test istatistiklerinin olasılık değerlerini göstermektedir.

Olay inceleme yaklaşımı sonuçlarına göre, uygulanan sermaye kontrollerinin net sermaye girişleri üzerindeki etkisinin altı olayın (tüm ülkeler) tamamında istatistiksel olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. Buna göre uygulanan sermaye kontrolleri, net sermaye girişlerini azaltmamaktadır. Elde edilen bu sonuç, Clements ve Kamil

(2009) ile Ostry vd. (2010)'nin çalışmalarından elde edilen sonuçlarla tutarlıdır. Sermaye kontrollerinin reel efektif döviz kuru üzerindeki etkisinin ise altı olayın beşinde (Brezilya, Rusya, Endonezya, Filipinler ve Tayland) istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Buna göre altı olaydan beşinde ulusal para birimlerindeki değerlendirme etkisi devam ederken, sadece Kolombiya'nın uyguladığı sermaye kontrollerinin ulusal paranın değerlendirilmesi yönündeki baskıyı engelleyebildiği anlaşılmaktadır. Ulusal paranın değerlendirilmeye devam etmesi, sermaye girişlerinin azalmadığı bir durumda beklenen bir sonuçtur. Bu bulgu, sermaye kontrolleri ile ilgili literatürde de yaygın bir şekilde ifade edilen kontrollerin ulusal paradaki değerlendirilmeyi önleyemediği görüşünü desteklemektedir. Elde edilen bu sonuç, Ariyoshi vd. (2000) ile Clements ve Kamil (2009)'in çalışmalarından elde ettikleri sonuçlarla tutarlılık göstermektedir. Sermaye kontrollerinin cari işlemler dengesi üzerindeki etkisinin ise, altı olayın ikisinde (Brezilya ve Rusya) istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Bu sonuçtan yola çıkarak, sermaye kontrollerinin cari işlemler dengesi üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu söylemek mümkündür. Bu bulgu, sermaye kontrollerinin etkinliğini olay inceleme yaklaşımıyla inceleyen Ergül (2012)'nin çalışmasından elde ettiği sonuçları destekler niteliktedir.

4. Sonuç

Bu çalışmada Brezilya, Kolombiya, Rusya, Tayland, Filipinler ve Endonezya ülkelerinin 2006Q1-2012Q4 dönemi aralığında uyguladıkları sermaye kontrollerinin etkinliği olay inceleme yaklaşımıyla sorgulanmıştır. Bu ülkelerin uyguladıkları sermaye kontrollerinin etkinliği; uygulanan sermaye kontrollerinin net sermaye girişleri, reel efektif döviz kuru ve cari işlemler dengesi değişkenleri üzerinde yarattığı etkiler bakımından ayrı ayrı test edilmiştir. Bu bağlamda, uygulanan sermaye kontrollerinin başarılı olabilmesi, bu üç değişkeni etkileme gücüne bağlı bulunmaktadır. Çalışmadan elde edilen bulgular, bütün ülkeler için sermaye kontrollerinin net sermaye girişlerinin ortalamasını azaltmadığını göstermektedir. Reel efektif döviz kuru üzerindeki baskının ise Kolombiya dışındaki ülkelerde sermaye kontrollerinden sonra da devam ettiği anlaşılmaktadır. Cari işlemler dengesini etkilemeye yönelik uygulanan sermaye kontrollerinin ise ele alınan ülkelere sadece Brezilya ve Rusya'da etkin sonuç verdiği bulgusuna rastlanmıştır. Bu bağlamda sermaye kontrollerinin sınırlı bir etkinliğinden bahsedilebilecektir. Çalışmadan elde edilen genel sonuçlar, söz konusu ülkelerin uyguladıkları sermaye kontrollerinin istenilen amaca ulaşmada tam olarak başarılı olmadığını göstermektedir. Bunun nedeni olarak küresel piyasa ajanlarının uygulanan kontrollere verdikleri tepki gösterilebilecektir. Etkin bir sermaye kontrolleri politikası için küresel piyasa ajanlarının uygulanan kontrollere verecekleri tepkinin doğru

tahmin edilebilmesi ve bu temelde sermaye kontrollerinin iyi tasarlanması ve dikkatlice uygulanması önerilmektedir. Bu çalışmanın temel kısıtı, sermaye kontrollerinin etkinliği incelenirken 2008 küresel krizinin etkilerinin yöntemsel nedenlerden dolayı dikkate alınamamasıdır. Dolayısıyla farklı yöntemler aracılığıyla bu krizin etkilerinin de dikkate alınarak yapılacak bir çalışma, yeni gelişen piyasa ekonomilerinin uyguladıkları sermaye kontrollerinin etkinliğini daha net görmek açısından yararlı olacaktır.

SON NOTLAR

Ayrıntılı test sonuçlarının tamamı, istenmesi durumunda yazarlardan temin edilebilir.

Kaynakça

1. Ağcaer, A. (2003). Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
2. Akram, G. M. ve Byrne, J. P. (2015). Foreign exchange market pressure and capital controls. *Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money*. 37: 42-53.
3. Alp, A. (2000). Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme. Yapı Kredi Yayınları, İstanbul.
4. Ariyoshi, A.; Habermeier, K. ve Laurens, B. (2000). Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization. IMF Occasional Paper, No:190.
5. Baba, C.; Kokenyne, A. ve Habermeier, K. (2011). The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows. IMF Staff Discussion Note.
6. Bacchetta, P. (1992). Liberalization of Capital Movements and of the Domestic Financial System. *Economica London School of Economics and Political Science*. 59: 465-474.
7. Bloomfield, A. (1946). Postwar Control of International Capital Movements. *The American Economic Review Papers and Preceedings*. 36: 687-709.
8. Balin, B. J. (2008). India's New Capital Restrictions: What Are They, Why Were They Created, and Have They Been Effective? The Johns Hopkins University School of Advanced International Studies, Washington DC.
9. Calvo, G. A. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop. *Journal of Applied Economics*. 1 (1): 35-54.
10. Cardenas, M. ve Barrera, F. (1997). On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s. *Journal of Development Economics*. 54(1): 27-57.
11. Cardoso, E. ve Goldfajn, I. (1998). Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls. *IMF Staff Papers*, 45(1): 161-202.
12. Chamon, M. ve Garcia, M. (2014). Capital controls in Brazil: Effective? 15th Jacques Polak Annual Research Conference.

13. (https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2014/arc/pdf/chamon_garcia.pdf)
14. Clements, B. J. ve Kamil, H. (2009). Are Capital Controls Effective in the 21. Century? The Recent Experience of Colombia. IMF Working Paper. No. 09/30.
15. De Jong, F.; Kemma, A. ve Kloek, T. (1992). A Contribution to Event Study Methodology with an Application to the Dutch Stock Market. Center for Economic Research, 16 (1): 11-36.
16. Dell'Erba, S. ve Reinhardt, D. (2015). FDI, Debt and Capital Controls. Journal of International Money and Finance. 58: 29-50.
17. Demiral, M.; Bal, H. ve Algan, N. (2015). Gelişmekte Olan Ülkeler Küresel Sermayeyi Çekme Konusunda Niçin Başarısız Olmaktadırlar? Balkan Ülkeleri İçin Lucas Paradoksunun Yeniden İncelenmesi. Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 34(1): 13-30.
18. Edison, H. ve Reinhart, C. M. (2001). Stopping Hot Money. Journal of Development Economics. 66(2): 533-553.
19. Edwards, S. (1987). Sequencing Economic Liberalization in Developing Countries. Finance & Development, 26-30.
20. Eichengreen, B. (1998). Globalizing Capital: A History of the International Monetary System. New Jersey: Princeton University Press.
21. Epstein, G. A. ve Schor, J. B. (1992). Structural Determinants of Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries. Financial Openness and National Autonomy, Opportunities and Constraints. (Ed.) Banuri, T. ve J. B. Schor. Clarendon Press: Oxford, 114-121.
22. Ergül, Ö. (2012). Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar. Uzmanlık Yeterlilik Tezi TC Merkez Bankası: Ankara.
23. Fan, E. X. (2004). A Note on Dual/Multiple Exchange Rates. ERDvPolicyvBrief, No.26.
24. Fatum, R. ve Hutchison, M. (1999). Is Intervention a Signal of Future Monetary Policy? Evidence from the Federal Funds Futures Market. Journal of Money, Credit, and Banking. 31(1): 54-69.

25. Fatum, R. ve Hutchison, M. (2003) Is Sterilised Foreign Exchange Intervention Effective After All? An Event Study Approach. *The Economic Journal*. 113: 390-411.
26. Fernandez, A., Rebucci, A. ve Uribe, M. (2015). Are Capital Controls Countercyclical? *Journal of Monetary Economics*, 76: 1-14.
27. Fratzscher, M. (2012). Capital Controls and Foreign Exchange Policy. *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1415.
28. Jadhav, P. (2012). Determinants of Foreign Direct Investment in BRICS Economies: Analysis of Economic, Institutional and Political Faktor, *Social and Behavioral Sciences*. 37: 5-14.
29. Johnston, R. B. ve Tamirisa, N. T. (1998). Why Do Countries Use Capital Controls? *IMF Working Paper*. 98/181.
30. Kaplinsky, R. ve Morris, M. (2009). Do The Asian Drivers Undermine Export-Oriented Industrialization in SSA? *World Development*. 36(2): 254-273.
31. Kara, M. A. ve Kar, M. (2005). Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi. *İktisat İşletme Finans Dergisi*, 20 (228): 93-108.
32. Kee, H. L., Nicita, A. & Olarreaga, M. (2008). Import Demand Elasticities and Trade Distortions. *Review of Economics and Statistics*. 90(4): 666-682.
33. Keskin, N.. (2008). Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği. *Doktora Tezi*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: İzmir.
34. Kokeyne, A.; Nowak, S.; Psalida, E. ve Sun, T. (2010). Global Liquidity Expansion: Effects on Receiving Economies And Policy Response Options. *IMF Global Financial Stability Report*.
35. Magud, N. ve Reinhart, C. M. (2006). Capital Controls: An Evaluation. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 11973: 1-40.
36. Magud, N.; Reinhart, C. ve Rogoff, K. (2011). Capital Controls: Myth and Reality, A Portfolio Balance Approach. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*. No. 16805.

37. Neely, C. J. (1999). An Introduction to Capital Controls. Review of Federal Reserve Bank of St. Louis, 1-18.
38. Ostry, J. D.; Ghosh, A.R; Habermeier, K.; Chamon, M; Qureshi, M.S. ve Reinhart, D.B.S. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls, IMF Staff Position Note, SPN/10/04: 1-30.
39. Ostry, J. D.; Ghosh, A.R; Habermeier, K.; Laeven, L.; Chamon, M.; Qureshi, M.S. ve Kekenyne, A. (2011). Managing Capital Inflows: What Tools to Use?, IMF Staff Discussion Note, SDN/11/06: 1-41.
40. Pandev, R.; Pasricha, G. K.; Patnaik, I. ve Shah, A. (2015). Motivation and Capital Controls and Their Effectiveness. Bank of Canada Working Paper/Document de Travail, Sayı 5.
41. Park, Y. C. ve Won-Am, P. (1995). Capital Movements, Real Assets Speculation and Macroeconomic Adjustment in Korea. Capital Controls, Exchange Rate and Monetary Policy in the World Economy. (Ed.) Sebastiyen Edwards. London: Cambridge University Press, 22-48.
42. Pikety, T. (2014). Yirmi Birinci Yüzyılda Kapital (Çev: Hande Koçak). İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul.
43. Razin, A. ve Sadka, E. (1991). Efficient Investment Incentives in the Presence of Capital Flight. Journal of International Economics, 31: 171-181.
44. Reinhart, C. M. ve Reinhart, V. R. (1998). Some Lessons for Policy Makers Who Deal With the Mixed Blessing of Capital Inflows (Edt: M. Kahler). Capital Flows and Financial Crises. New York: Cornell University Press, 93–127
45. Straetmans, S. T. M.; Versteeg, R. J. ve Wolff, C. C. P. (2013). Are capital controls in the foreign exchange market effective? Journal of International Money and Finance. 35: 36-53.
46. Tornell, A. (1990). Real vs. Financial Investment Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distortion? Journal of Development Economics, 32: 419-444.
47. BIS (2015). <https://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6%7C187> (04.08.2015).