

## **Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri**

Nagehan KESKİN

nagehan.keskin@deu.edu.tr

### **Capital Controls: The Reasons, Types and Country Experiences**

#### **Abstract**

In the 1980s many developing countries that have removed the restrictions on the capital movements by adopting financial liberalization policies to eliminate the source shortages have experienced severe financial crises which are becoming frequent at intervals. These crises occurred in developing countries and the problems they created raised the arguments about the capital flows to developing countries. Therefore the opinions emphasizing the necessity of taking measures to restrict these movements have become a current issue. The purpose of this study is to analyze and make a general evaluation of capital controls that come into question in order to remove the effects of the international capital movements causing instability on economies of developing countries after consecutive financial crises that occurred in the 1990s from the perspective of reasons, types and various country experiences.

**Key Words** : Capital Controls, Financial Crises, Tobin Tax, Malaysia, Chile.

**JEL Classification Codes** : F30, F32, G15, G18.

#### **Özet**

1980'li yıllarda, kaynak sıkıntılarını giderebilmek amacıyla finansal serbestleşme politikalarını benimseyerek, sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldıran birçok Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ), 1990'lı yıllardan sonra, sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan şiddetli finansal krizlerle karşılaşmıştır. GOÜ'lerde yaşanan krizler ve bu krizlerin yaratmış olduğu sorunlar, GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının giderek daha fazla sorgulanmasına ve bu akımların kısıtlanmasına yönelik tedbirler alınmasının gerekliliğini vurgulayan görüşlerin yaygınlık kazanmasına neden olmuştur. Bu çalışmanın amacı, 1990'lı yıllarda GOÜ'lerde ard arda yaşanan finansal krizler sonrasında, uluslararası sermaye hareketlerinin GOÜ ekonomileri üzerinde istikrarsızlık yaratan etkilerini önlemek amacıyla gündeme gelen sermaye kontrollerini; nedenleri, türleri ve çeşitli ülke örnekleri açısından inceleyerek genel bir değerlendirme yapmaktır.

**Anahtar Sözcükler** : Sermaye Kontrolleri, Finansal Krizler, Tobin Vergisi, Malezya, Şili.



## 1. Giriş

Son yıllarda ekonomi ve finans literatüründe en çok tartışılan konulardan birisi, 1970’li yılların sonunda gelişmiş ülkelerde başlayan ve 1980’li yıllarla birlikte GOÜ’leri de kapsayacak biçimde yaygınlaşan finansal serbestleşme politikaları ve onun bir parçası olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesi olgusudur.

1970’li yılların ortalarına kadar tüm dünyada, özellikle de GOÜ’lerde, Keynesci iktisadi düşüncenin de etkisiyle, finansal politikalar korumacı ve müdahaleci bir seyir izlemiştir. Ancak 1970’li yılların sonlarında birçok GOÜ’de yaşanan iktisadi bunalım ve borç krizleri, o döneme kadar uygulanmakta olan korumacı ve müdahaleci politikaların eleştirilmesine ve ekonomik serbestleşmeyi ekonomik gelişme ile özdeş tutan görüşlerin yaygınlık kazanmasına neden olmuştur. Bu süreçte yaşanan gelişmeler, dış borçlarını ödemekte ve dış kaynak bulmakta zorlanan bu ülkelerin, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kuruluşlarının da baskı ve telkinleriyle, yurtiçi finansal kaynakların artırılması ve durgunluktan çıkış için finansal serbestleşmeyi benimsemelerine neden olmuştur (Mıhçı, 2000: 84; Kara ve Kar, 2005: 96).

Uygulanan finansal serbestleşme politikaları ile önce yurtiçi finans piyasaları, ardından da sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Sermaye hareketlerinin önündeki tüm engellerin kaldırılması, iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmelerle birleşince, uluslararası finans piyasalarında bir ülkeden diğerine kolaylıkla hareket edebilen finansal akımlar hızla artarak büyük boyutlara ulaşmıştır. Yaşanan bu süreçte uluslararası sermaye hareketleri de, giderek geleneksel işlevinden uzaklaşarak farklı bir konuma gelmiştir. Hızla büyüyen hacminin yanı sıra görece daha kısa vadeli ve spekülative bir niteliğe bürünen ve resmi kanallardan özel piyasalara kayan sermaye hareketlerinin bileşimi de değişmiş ve GOÜ’lere yönelik sermaye hareketleri içinde, finansal sermaye olarak nitelendirilen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı hızla artmıştır (İnsel ve Sungur, 2003: 1-3; Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 1).

GOÜ’lerin yurtiçi tasarruf açıklarını kapatmak ve bu yolla ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek için dış finansal kaynaklara duydukları ihtiyaç, bu ülkelerin, finansal sermayeye, diğer ülkelerde elde edebileceklerinden daha yüksek getiriler sunmalarını gerektirmiş ve bu bağlamda uygulanan yüksek faiz-düşük kur politikası, sermaye akımlarının GOÜ’lere yönelmesini hızlandırmıştır. Ayrıca, gelişmiş ülke yatırımcılarının GOÜ’lerdeki cazip yatırım olanaklarını değerlendirme istekleri ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik politikaların genel kabul görmesi de, GOÜ’lere yönelik sermaye akımlarının artarak sürmesine neden olmuştur (Öztürk, 2001: 14; Şengönlü vd., 2007: 27).

GOÜ'lere yönelen finansal sermaye akımları, bir yandan ekonomik büyüme için gerekli olan dış finansmanı sağlarken, diğer yandan da ani giriş-çıkışları ile söz konusu ülkelerin ekonomik performanslarının, sermaye hareketlerine karşı aşırı duyarlı bir nitelik kazanmasına yol açarak, bu ülkelerin finansal şoklara karşı kırılganlığını arttırmıştır. Nitekim birçok GOÜ'de, finansal serbestleşme uygulamalarının hız kazandığı 1990'lı yıllar, bir taraftan uluslararası sermaye hareketlerinde önemli artışların gerçekleştiği, diğer taraftan da sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan ve bir ülkeden diğer ülkeye kolaylıkla yayılabilen şiddetli finansal krizlerin yaşandığı bir dönem olmuştur (Bedestenci ve Kara, 2004: 267; Işık, 2005: 83). Bu bağlamda; Meksika'da (1994), Güneydoğu Asya'da (1997), Rusya'da (1998), Brezilya'da (1999), Türkiye'de (1994, 2001) ve Arjantin'de (2001) ortaya çıkan krizler, dikkatleri sermaye hareketleri ile finansal krizler arasındaki ilişkiye yönelterek, konunun yoğun olarak tartışılmasına neden olmuştur. Kriz yaşayan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına rağmen, hepsinin finansal serbestleşme politikaları çerçevesinde sermaye hareketlerini serbestleştirmiş olmaları, sermaye hareketlerinin yaşanan krizlerin sorumluluğunu taşıdığı yönündeki görüşlerin ağırlık kazanmasına yol açmıştır.

Yaşanan krizler ve bu krizlerin yaratmış olduğu sorunlar, gelişmiş ülkeler de dahil olmak üzere birçok 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 (Ay ve Mangır, 2007: 123). Uluslararası sermaye hareketlerinin kısıtlanması ve kontrolüne yönelik öneriler, özellikle; hem büyüklüğü hem de bulaşıcılık özelliği nedeniyle birçok GOÜ'yi etkisi altına alan Asya krizi ile birlikte yüksek sesle dile getirilmeye başlanmıştır. Asya krizinden sonra; Rusya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin'de yaşanan finansal krizler ise, GOÜ ekonomileri üzerinde istikrarsızlık yaratan sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına yönelik tartışmaların daha da yoğunlaşmasına neden olmuştur.

Bu çalışmanın amacı, 1990'lı yıllarda GOÜ'lerde yaşanan finansal krizlerden sonra, istikrarsız sermaye hareketlerinin GOÜ'ler üzerinde yarattıkları olumsuz etkileri gidermek amacıyla ortaya atılan ve gerek akademik çevrede gerekse politika çevrelerinde yoğun olarak tartışılan sermaye kontrollerini; nedenleri, türleri, etkinliği ve çeşitli ülke örnekleri açısından inceleyerek genel bir değerlendirme yapmaktır. Çalışma yedi bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde, sermaye kontrollerinin kısa bir tarihçesi verilmektedir. Üçüncü bölümde, sermaye kontrollerinin nedenleri ve etkileri incelenmektedir. Dördüncü bölüm, sermaye kontrollerinin türlerinin açıklanmasına ayrılmıştır. Beşinci bölüm, farklı sermaye kontrol yöntemleri uygulayan Malezya ve Şili'nin deneyimlerini içermektedir. Altıncı bölümde, sermaye kontrollerinin etkinliği tartışılmakta, sonuç bölümünde ise konuya ilişkin genel değerlendirmeler yer almaktadır.

## 2. Sermaye Kontrollerinin Tarihçesi

Modern sermaye kontrolleri, I. Dünya Savaşı'na katılan ülkeler tarafından savaş harcamalarını finanse etmek için gerekli vergi tabanını sağlamak amacıyla kullanılmıştır. Sermaye kontrolleri savaştan sonra ortadan kalkmaya başlamış ancak 1929'daki büyük buhran ile tekrar geri gelmiştir. Bu yıllarda amaç, sermaye kaçıışı olmadan bu ülkelerin durgunluktan çıkabilmelerini sağlamak olmuştur (Neely, 1999: 13).

I. Dünya Savaşı sırasındaki olağanüstü koşullara özgü kontroller sayılmazsa, barış zamanında geniş ve yoğun sermaye kontrollerinin uygulanmasını başlatan olay, 1929 uluslararası finansal krizi olmuş ve o yıl birçok Avrupa ve Latin Amerika ülkesi döviz kontrolü uygulamıştır. Öte yandan 1930'lu ve 1940'lı yıllarda yaşanan yoğun döviz ve sermaye kontrollerinin fikir babası ya da baş savunucusu, sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde yarattığı gereksiz hasar ve bağımsız iktisat politikaları yürütebilmek gerekçeleriyle, Keynes olmuştur. Kıta Avrupası'nda sermaye hareketlerinin kontrolünde başrol oynayan ülke ise Almanya olmuştur. Almanya'da 1929 uluslararası finansal krizi ile birlikte, geçici bir önlem olarak uyulamaya konulan döviz kontrolleri, Nazi Almanya'sının ekonomi yönetiminin temel politika araçlarından birisi olmuş ve Nazi sonrası dönemde de süreklilik kazanarak yaklaşık 30 yıl varlığını sürdürmüştür. Almanya ile ticari ilişkileri olan birçok Avrupa ülkesi de kendi ihracatlarını korumak için çeşitli sınırlamalara başvurmuşlardır.

Kısacası, I. Dünya Savaşı, Büyük Dünya Bunalımı ve II. Dünya Savaşı gibi olağanüstü durumlarda uygulamaya konulan sermaye kontrolleri, son savaşın ardından gerek Doğu Bloğu Ülkelerinde gerek birçok Batı Avrupa ülkesinde merkezi iktisadi planlamanın popüler olması ile birlikte, iktisadi politikanın temel araçlarından birisi olmuştur. Savaş sonrası uluslararası para sistemi 1944 yılında Bretton Woods Sistemi ile oluşturulmuş ve Dünya Bankası uzun dönem sermaye hareketleri üzerinde yoğunlaşırken, IMF üye ülkeler arasındaki finansal işlemleri düzenleme görevini üstlenmiştir. 44 ülke dalgalı döviz kurunun istikrarsızlık kaynağı olduğu ve uluslararası ticarete zarar vereceği düşüncesi ile sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemini benimsemiştir (Yay, 2003: 18).

Bretton Woods Konferansı'ndaki IMF antlaşması, açıkça sermaye kontrollerine izin vermekteydi. Antlaşmada, eğer gerekliyse, üye ülkelerin uluslararası finansal akımları düzenlemek amacıyla sermaye kontrollerini kullanabilecekleri belirtilmekle birlikte, hiçbir ülkenin bu kontrolleri cari işlemlerdeki ödemeleri kısıtlamak ya da taahhüt edilen fon ödemelerinin transferini erteleyecek şekilde kullanamayacakları açıkça vurgulanmaktaydı. Bretton Woods dönemindeki sabit kur sisteminde, pek çok ülke ödemeler bilançosu sorunlarını aşabilmek amacıyla sermaye kontrollerini uygulamışlardır. Ancak 1970'lerin ilk yıllarında Bretton Woods sisteminin dağılmasıyla birlikte, sermaye kontrollerinin yol açtığı maliyet ve bozulmalar, gelişmiş ülkelerde bu kontrollerin kademeli olarak kaldırılmasına yol açmış ve finansal piyasalarda serbestleşme hareketleri yaygınlaşmıştır (Neely, 1999: 13).

1944'den 1970'li yılların başına kadar süren Bretton Woods Sisteminde sabit kurlu rejim sermaye hareketlerinin kontrolünü de içerirken, sistemin çöküşünden sonra, ülkelerin kendilerinin belirlediği farklı kur rejimlerinin uygulandığı, sermaye kontrollerinin minimuma indiği, sistemsiz ya da çok sistemli bir dönem başlamıştır. Bretton Woods sistemi çöküp döviz kurları dalgalanmaya başlayınca; bu durumdan kar sağlama olanağı ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda artan spekülasyon sermaye hareketleri karşısında, bu sermaye akımlarını kontrol altına almaya yönelik düzenlemeler hem etkinliğini yitirmeye, hem de ülkelerin çıkarlarına uygun olmamaya başlamıştır. Sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri sürdürmek isteyen ülkeler, hem yabancı yatırımcıların kendilerinden uzak durduğunu görmüşler hem de bu kontrollerin olmadığı europa piyasalarına doğru sermaye çıkışları riskiyle karşılaşmışlardır (Eroğlu, 2002: 15; Çağlar, 2003: 44,50).

Bu bağlamda, sermaye kontrollerini ilk olarak 1973'de Kanada, Almanya ve İsviçre kaldırılmış ve bu ülkeleri 1974 yılında ABD, 1979'da İngiltere, 1980'de Japonya, 1990'da Fransa ve İtalya, 1992'de ise İspanya ve Portekiz izlemiştir (Somçağ, 2001–2002: 155). Örneğin 1974 yılında pek çok sınırlamayı ortadan kaldırarak finansal serbestleşmeye yönelik adımlar atan ABD'de, banka faiz oranları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, bankacılık ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran sınırlar gevşetilmiş ve sadece yetki aldığı eyalette bankacılık yapabilme zorunluluğu getiren bölgesel bankacılık düzenlemelerinden ulusal bankacılığa geçilmiştir. İngiltere ise 26 Ekim 1986'da yürürlüğe koyduğu "Bing Bang" olarak bilinen kararlarıyla Londra Borsasını uluslararası işlemlere açmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tümüne sahip olabildiğini olanaklı kılmıştır (Eroğlu, 2002: 20). 1980 ve 1990'larda, gelişmiş ülkeleri izleyerek, GOÜ'ler de sermaye kontrollerini kaldırmaya başlamışlardır. Bugün gerek miktar gerekse çeşitlilik olarak, sermaye kontrolleri önemli ölçüde azalmış olmakla birlikte, bazı ülkelerin hükümet politikalarında yer almaktadır.

### **3. Sermaye Kontrollerinin Nedenleri ve Etkileri**

Sermaye kontrolleri, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini, yönünü, niteliğini veya zamanlamasını değiştirmeye yönelik resmi düzenlemelerdir (Vergil, 2002: 20). GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik önerilerin en önemli gerekçesi, sermaye hareketlerinin oldukça büyük hacimli ve ani bir şekilde piyasalara girip çıkmaları nedeniyle, ülkelerin makroekonomik dengeleri üzerinde yarattığı tahribattır.

Sermaye kontrollerinin nedenleri ve sonuçları üzerinde iktisatçılar arasında görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Sermaye kontrollerine olumlu yaklaşan iktisatçılara göre bir ülke, eğer spekülasyon bir saldırı ya da panik nedeniyle dış ödemelerinde bir bunalımla karşılaşır ve standart politikalar bu durumdan çıkmak için etkisiz kalırsa, ekonomiyi istikrara kavuşturmak için sermaye kontrollerine başvurulabilir. Malezya ve Şili örnekleri, ekonomik krizlerin spekülasyon sermaye akımlarıyla derinleştiği durumlarda sermaye

kontrollerinin makroekonomik dengeler üzerinde olumlu etkiler yaratabileceğini göstererek sermaye kontrolü yanlısı görüşlere destek sağlamıştır.

Sermaye kontrolleri ile ilgili ikinci görüş ise daha çok uzun vadeli sonuçlar üzerinde durmakta ve sermaye kontrollerinin uzun vadede, ülkeye yabancı sermaye girişlerini caydırıcı bir rol oynayarak ülkenin uzun dönemli büyüme performansını olumsuz yönde etkileyeceğini öne sürmektedir. Bu görüşü savunanlar, sermaye kontrollerinin yapısal reformların yapılmasını geciktirerek ya da engelleyerek ülkedeki çarpık ekonomik yapının sürmesine ve yolsuzlukların artmasına yol açabileceği kaygısını dile getirmektedirler. Ayrıca, sermaye kontrollerinin, günümüzde oldukça çeşitlenen ve kullanımı artan yeni finansal araçlar nedeniyle etkin olarak uygulanamayacağını belirtenler de bulunmaktadır (Ankara Sanayi Odası,2001). Her ülkenin ekonomik ve finansal koşulları farklı olmakla birlikte, ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlama ve kontrol getirmelerinin nedenleri genel olarak şu şekilde sıralanabilir (Uzunoğlu vd., 1995: 40):

- 1) Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ile oluşabilecek döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesi,
- 2) Yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlarda kullanılmasını sağlamak ve yabancıların yurtiçi üretim faktörlerine sahip olmalarını sınırlamak,
- 3) Yurtiçi finansal aktifler, gelir ve servet üzerinden kamu yetkililerine vergileme olanağı sağlamak,
- 4) Yurtdışına çıkabilecek sermaye akımlarını önlemek,
- 5) Yurtiçi ekonomik dengeleri, uluslararası faiz ve kur dalgalanmalarından yani dış şoklardan korumak.

#### **4. Sermaye Kontrollerinin Türleri**

Literatürde sermaye kontrolleri doğrudan (idari) kontroller ve dolaylı (piyasa temelli) kontroller olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Bu bağlamda, çalışmanın bu bölümünde, doğrudan ve dolaylı kontrol yöntemleri ile küresel düzeyde uygulanabilecek bir kontrol yöntemi olan Tobin vergisi ele alınmaktadır.

##### **4.1. Doğrudan (İdari) Kontroller**

Doğrudan kontroller; açıkça belirlenen miktar kısıtlamaları ya da onay koşulu koymak yoluyla sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır. İdari kontroller, ilgili ülkelerin sınır ötesi finansal işlemlerinin hacmini etkilemeyi amaçlamaktadır. Finansal işlemlerin gerçekleştirilmesinde en fazla kullanılan mekanizma bankalar olduğundan, bu tür kontrollerin temel özelliği, sermaye akımlarının kontrolü için bankacılık kesimine idari yükümlülükler getirmesidir (Ariyoshi vd., 2000: 7;

Yay, 2003: 24). Bu tür kontroller, genellikle ani sermaye çıkışlarından dolayı, döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü, dolaylı kontrollere göre çok daha fazladır.

1990'lı yıllarda birçok GOÜ, uluslararası sermaye akımlarındaki aşırı dalgalanmaların etkilerini azaltmak amacıyla çeşitli kısıtlamalar uygulamışlardır. Örneğin Şili'de yabancı portföy yatırımcılarından paralarını en az bir yıl ülkede tutmaları istenmiştir. Kolombiya, yabancı yatırımcıları, daha az likit olan doğrudan yatırımlara yönlendirirken, yurtiçi tahvil piyasalarına girmelerini yasaklamıştır. Endonezya ise, özel işletmelerin yurt dışından borçlanmalarını yavaşlatmak için sıraya girme sistemini gündeme getirmiştir (Esen, 1997: 41).

#### **4.2. Dolaylı (Piyasa Temelli) Kontroller**

Dolaylı kontroller, sermaye hareketlerini daha maliyetli hale getirerek caydırmayı amaçlamaktadır. Bu tür kontroller; ikili ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilendirilmesi (Tobin vergisi) ve diğer piyasa temelli önlemlerden oluşmaktadır. Dolaylı kontroller, yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlemin hacmini etkileyebilmektedir.

İkili ya da çoklu döviz kuru sistemlerinde, ticaret ve sermaye işlemleri için farklı döviz kurları uygulanır. Yetkililer, ticari işlemlerde döviz kurlarını sabit tutmaya çalışırken, finansal işlemlerde ise kurun dalgalanmasına izin vermektedir. Bu sistemde, genellikle yüksek kısa vadeli faiz oranlarının yurtiçi yerleşikler üzerinde büyük bir yük oluşturduğu durumlarda parasal yetkililer, finansal kuruluşların spekülâtif amaçlı krediler vermesini yasaklayarak, yurtiçi piyasayı bölümlere ayırmaktadır. Ticaret akımlarına dayalı olarak yapılan döviz işlemleri, hisse senetleri ile ilgili işlemler ve doğrudan yabancı yatırımlar bu sınırlamanın dışında tutulmaktadır. Esas olarak, ikili piyasa, yurtiçi piyasada yerli kredi gereksinimi olan spekülâtorlerin maliyetini yükseltirken, spekülâtif olmayan kredi talebinin normal piyasa fiyatından karşılanmasını sağlamaktadır. İkili sistemde, aynı zamanda aşırı sermaye girişlerinin cari işlemler döviz kurunu olumsuz etkilemesi önlenmeye çalışılmaktadır. Bu tür önlemler, sermaye işlemlerinin hem miktarını hem de fiyatını etkilemeyi amaçlamaktadır. İdari kontrollerde olduğu gibi, bunlar da belirli kurallara uymayı zorlayarak, cari işlemler ve sermaye işlemlerini ayırmak için, yerleşiklerin döviz kuru işlemleri ile yerleşik olmayanların yerli para işlemlerinin yönetimi anlamına gelmektedir. Bu sisteme yöneltelen temel eleştiri ise, bu uygulamanın bireyleri dolambaçlı yollardan bu engellerden kaçmaya yöneltmesidir (Ariyoshi vd., 2000: 7; Esen, 1997: 41).

Sınır ötesi akımların açıkça vergilendirilmesi ise, yerleşiklerin yabancı finansal aktif, yerleşik olmayanların ise yerli finansal aktif tutmalarının çekiciliğini ve elde ettikleri getiriyi sınırlamayı ve böylece getiri oranlarının düşürülmesi ya da maliyetlerin artırılması ile bu yatırımların caydırılmasını amaçlamaktadır.



Sermaye kontrolleri, sermayenin dolaylı yoldan vergilendirilmesi yoluyla da yapılabilmektedir. Sınır ötesi akımların dolaylı vergilendirilmesi, faizsiz zorunlu rezerv/mevduat karşılığı ayrılması yöntemiyle en çok başvurulan piyasa temelli sermaye kontrollerinden birisidir. Bu uygulamada, banka ya da banka dışı kurumların kendi hesaplarındaki sermaye girişlerinin ya da yabancı para net pozisyonlarının belirli bir oranını, yerli para ya da döviz cinsinden, merkez bankasına faizsiz mevduat olarak yatırmaları şart koşulmaktadır. Kazançsız rezerv zorunluluğu olarak adlandırılan bu uygulamanın amacı, kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yayarak ülkeyi spekülatif sermayenin zararlarından korumaktır.

Diğer dolaylı düzenleme ve kontroller, para piyasası ve bankacılık sistemine ilişkin fiyat ve miktar temelli önlemler olup, işlem ve yatırımcılar arasında farklılaştırmayı amaçlamaktadır. Bu tür kontroller, yerleşik ve yerleşik olmayanların durumlarını farklılaştırmak için ticari bankaların yabancı para pozisyonlarına ya da açık pozisyonlarına konulan limitleri, dışarıdan borçlanabilmek için kuruluşların belirli rating koşullarını sağlamaları gerektiğini ifade etmektedir (Ariyoshi vd., 2000: 7; Yay, 2003: 25).

### **4.3. Küresel Düzeyde Sermaye Kontrolü: Tobin Vergisi**

Uluslararası finansal sistem küresel olduğundan, uluslararası sermaye akımlarına karşı getirilecek en iyi çözüm de küresel nitelikte olmalıdır. Bugünkü uluslararası finansal sistem içinde, tek bir ülkede uygulanan sermaye kontrollerini hem uzun süre uygulamak güç olmakta hem de idari olarak maliyetli olabilmektedir. Bu durum ülkelerin bireysel olarak sermaye kontrolleri uygulayamayacakları anlamına gelmemekle birlikte, küresel düzeyde uygulanacak sermaye kontrollerinin amaca ulaşmak bakımından daha etkin olacağını söylemek mümkündür. Küresel düzeyde işbirliğine dayalı kontrollerden en önemlisi, Tobin vergisi olarak bilinen, döviz işlemlerinden alınacak vergidir (Esen, 1997: 40). Günümüzde hacmi gittikçe artan finansal sermaye hareketlerinin finansal krizlerin tetikleyicisi haline gelmesi, James Tobin'in 1972 yılında gündeme getirdiği dolaylı vergi önerisinin, çekici bir alternatif olarak giderek daha fazla tartışılmasına neden olmaktadır.

Tobin vergisinin kökleri Keynes'in bu konudaki düşüncelerine kadar uzanmaktadır. Keynes 1936 yılında, finansal piyasalarda uygulanacak işlem vergilerinin kısa vadeli spekülasyonu engelleme ve uzun vadeli yatırımları özendirme konusundaki potansiyel rolüne dikkat çekmiştir (Saraçoğlu ve Şahan, 2007: 72). James Tobin, 1978 yılında, dış ticaret ve uzun dönemli yatırımları olumsuz yönde etkilemeksizin, sadece kısa vadeli spekülatif sermaye hareketlerini önlemek amacıyla uluslararası düzeyde tüm döviz işlemlerini kapsayacak genel bir verginin uygulanmasını önermiştir. Tobin vergisi, esas olarak, uluslararası ölçekte krizlerin durdurulmasını değil, spekülatif saldırıları besleyen kitlesel sermaye hareketleri ve bunların aşırı dalgalanmasını azaltarak, gelecekteki finansal krizleri önlemeyi amaçlamaktadır (Işık, 2004: 290–291). Tobin'in kendi deyişiyle, “fazla

yağlanmış olan uluslararası döviz spekülasyonu çarkının dişlileri arasına bir miktar kum serpilmesi” olarak ifade edilen Tobin vergisi, spot döviz alım satım işlemleri üzerine getirilen sabit fakat düşük oranlı ad valorem bir vergidir. Tobin ilk çalışmalarında vergi oranının %0,1 ile %0,5 arasında olmasını önermiş, daha sonra vergi oranının %1’e kadar çıkabileceğini belirtmiştir (Yılmaz, 2004: 183–190).

Günlük yaklaşık 2 trilyon dolar civarında olan döviz değişimlerinin %0,1 gibi çok düşük oranda vergilendirilmesi durumunda bile, her değişim işleminde bu vergi alınacağından, insanların sık değişim yapmaktan kaçınacakları öngörülmüştür. Tobin’in önerdiği oranlar uzun vadeli yatırımlarda çok küçük bir maliyet oluşturacak, ancak saatlik, günlük ve haftalık döviz hareketlerinde önemli bir yük getirecek ve döviz kaybı riski doğuracaktır. Bu yönüyle de, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde caydırıcı bir etkiye bulunurken, uzun vadeli sermaye hareketlerini engelleyici bir etki oluşturmayacaktır (Akdiş, 2004: 9). Ayrıca, ulusal ekonomileri dışsal şoklara karşı daha dirençli hale getirerek, küreselleşme sürecinde elindeki makroekonomik politika araçları giderek azalan hükümetlerin, ulusal ekonomiler üzerinde politika belirleme olanaklarını arttıracaktır.

Amaç bu olmasa da, tüm ülkeler tarafından uygulanacak olan Tobin vergisinin, kısa vadeli ve özellikle spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerini sınırlayıcı etkisinin yanı sıra önemli miktarda bir vergi geliri sağlayacağı da belirtilmektedir. İlk önerisinde Tobin, sağlanacak vergi gelirinin IMF ya da Dünya Bankası gibi uluslararası bir kuruluşa ödenmesi gerektiğini savunmuş ancak daha sonra, vergi gelirinin bu uluslararası kuruluşlar ile vergiyi fiilen toplayan ulusal hükümetler arasında paylaşılabilirliğini belirtmiştir. Ancak bu dağıtımın ülkelerin mali durumları ile orantılı olması gerektiğini; küçük ya da yoksul ülkelerin, topladıkları Tobin vergisi gelirinin büyük bir bölümünü, hatta tümünü bünyelerinde tutabileceklerini söylemiştir (Yılmaz, 2004: 182,194). Tobin vergisinin temel amacı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin üzerine düşük oranlı bir vergi koymak suretiyle, bu sermaye hareketlerinde spekülasyonun çekiciliğini azaltarak önlemektir. Ancak bu verginin amacına ulaşabilmesi için, bütün ülkelerde aynı anda ve aynı oranda uygulanması gerekmektedir. Eğer bazı ülkeler bu vergiyi uygulamaz veya diğer ülkelere göre daha düşük oranda uygularlarsa, bu durumda finansal sermaye o ülkelere yönelecek ve vergi kendisinden beklenen işlevi yerine getiremeyecektir (Sabir, 2002: 138).

Tobin vergisinin uygulanacağı işlemlerin neler olduğu en çok tartışılan konulardan birisidir. Prensip olarak verginin sadece spot döviz işlemleri üzerine konulması önerilmiştir. Ancak var olan finansal sistemde çok çeşitli türev araçların bulunması nedeniyle, Tobin vergisinin kapsamı en azından future, opsiyon ve swap işlemlerini kapsayacak kadar genişletilmediği takdirde, bu tür işlemler yoluyla vergiden kaçınma olanakları her zaman söz konusu olabilecektir. Nitekim son yıllarda türev piyasaların dünya genelinde oldukça hızlı bir gelişme göstermesi, türev işlemlerin de vergi kapsamına alınması için önemli bir gerekçe oluşturmaktadır. Ayrıca vergi konulduğunda, vergi kapsamına girmeyen yeni türev ürünler oluşturulabileceği düşüncesi ile verginin kapsamının, ileride ortaya çıkabilecek menkul kıymet veya türev piyasa aracı ürünleri de

kapsayacak şekilde genişletilmesi gerektiği ifade edilmektedir (Akdiş, 2004: 9). Bu bağlamda, vergiye konu teşkil eden işlemleri gerçekleştirenlerin vergi dışı kalma istekleri nedeniyle, vergiden kaçınmayı sağlayıcı yeni finansal araçlar geliştirme ihtimalleri, Tobin vergisinin uygulanmasını engelleyen teknik sorunlardan birisi olarak ortaya çıkmaktadır.

Tobin vergisi önerisi, her ne kadar günümüzde uygulama yönündeki çeşitli engeller (vergi oranının kaç olacağı, uygulama alanının genişliği gibi) sıralanarak bazı çevrelerce kabul görmese de aslında bu tepkinin, verginin uygulanması sırasında karşılaşılabilecek olan teknik sorunlardan çok politik kaygılardan kaynaklandığı yönünde görüşler mevcuttur. Uluslararası işbirliğinin sağlanamaması, dünya çapında finansal sektörün sahip olduğu politik güç ve vergi karşıtı lobiler, Tobin vergisinin uygulanmasındaki politik engeller olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca, verginin uygulanması nedeniyle ortaya çıkabilecek olumsuz etkilerden çekinen ülkeler, liderlik etmekten ve inisiyatif almaktan kaçınmaktadır. Tüm bu sorunlar nedeniyle, Tobin vergisinin evrensel bir uygulama olarak gerçekleştirilebilmesi için, verginin uygulanması konusunda IMF'nin ya da yeni bir uluslararası kuruluşun görevlendirilmesi gerektiği ileri sürülmektedir. Ancak, IMF'nin, üye ülkelerin tüm sermaye işlemlerini serbestleştirmelerini istediği bir düzenle, sermaye hareketleri üzerine vergi konulmasını isteyen yaklaşımın birbiriyle uyumlu olmadığı da bir gerçektir (Işık, 2004: 293; Arıkboğa, 2001: 2; Ay ve Mangır, 2007: 134).

## **5. Sermaye Kontrollerine İlişkin Çeşitli Ülke Deneyimleri**

Günümüzde bütün ülkeler özellikle de GOÜ'ler sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin yol açtığı bazı risklerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Risklerin kaynağında ise hacmi gittikçe artan finansal sermaye hareketleri bulunmaktadır. Sermaye hareketlerinin neden olabileceği istikrarsızlıkları önleyebilmek için bazı ülkeler sermaye hareketlerini kısıtlayıcı önlemler uygulamaktadırlar. Her ülke için uygulanabilecek tek bir sermaye kontrol önlemi olmadığına göre, farklı ülkeler farklı türde sermaye kontrolleri uygulayarak ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerinin neden olabileceği çeşitli risklere karşı korumaya çalışmaktadırlar. Bu bağlamda, çalışmanın bu bölümünde, sermaye çıkışlarına yönelik kontrol uygulayan Malezya ile sermaye girişlerine kontrol uygulayan Şili'nin deneyimleri ele alınmaktadır.

### **5.1. Sermaye Çıkışları Üzerindeki Kontroller: Malezya**

Sermaye çıkışları üzerinde iki tip kontrol uygulamasına rastlamak mümkündür. Birinci tip kontroller krizi “önleyici” nitelikli kontrollerdir. Bu tip kontroller, ülke, önemli bir ödemeler dengesi açığı ile karşı karşıya ise fakat bir devalüasyon krizi yaşanmamış ise uygulanmaktadır. Bu tip önleyici kontroller, yurtdışından gelen fonlara konan vergiler, ikili döviz kuru uygulaması ve fonların ülke dışına transferinin yasaklanması şeklindeki kontrollerdir. Bu tür kontrollerin uygulanmasının arkasında yatan temel düşünce, kontrollerin uluslararası rezervlerin erimesini yavaşlatması, düzeltici politika

uygulamalarını gerçekleştirebilmeleri için yetkililere zaman kazandırması ve spekülasyonları önlemesidir.

Sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin ikinci türü, “tedavi edici” niteliktedir. Bu durumda krizle karşı karşıya olan ülkenin kısa dönemli sermaye çıkışları üzerine kontrol uygulaması ya da var olanları arttırması söz konusudur. Son dönemlerde sermaye çıkışlarına konan ikinci tür kontrol, bazı akademik çevreler ve politika yapıcılar tarafından destek görmüştür. Örneğin Krugman (1998), krizle karşı karşıya olan ülkelerin bile sermaye çıkışlarına konan geçici kontrollerden yarar sağlayabileceklerini belirtmektedir. Sermaye çıkışlarına konan sınırlamalar, kriz yaşayan ülkenin finansal sektörünü güçlendirebilmesi için yetkililere ek bir süre vermektedir (Edwards, 1999: 6–8). Ancak, sermaye çıkışlarına yönelik kontrollerle ilgili dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta, bu tür kontrollerin belirli bir süre boyunca geçerli olması ve yabancı yatırımcılar tarafından negatif piyasa algılamasına yol açmaması yani ülkede yabancı yatırıma düşman bir görünüm sergilenmemesi için, ekonomi rayına girdikten sonra uygulamadan kaldırılmasıdır.

Sermaye çıkışları üzerine kontrol uygulanması aslında genel kabul gören bir uygulama değildir. Bunun nedeni ise kontrollerin, ekonomide yapılması gerekli reformların gecikmesine ve söz konusu piyasaya olan güvenin kaybedilmesine yol açabileceği endişesidir. Ayrıca bu kontrollerin ülkeye giren sermaye akımlarının kesilmesine yol açabileceği gibi, sermayenin ülke dışına çıkmasını durdurmakta da etkisiz kalabileceği savunulmaktadır. Bunların dışında, büyük bir krizle karşılaşıldığında, özel sektörün fonlarını ülke dışına çıkarmanın yollarını arayarak kontrollerden kaçmaya çalıştığı, bunun da kontrollerin etkinliğini azalttığı öne sürülmektedir (Edwards, 1999: 6; Balseven ve Erdoğan, 2005: 224–229).

Asya Krizi’nden en çok etkilenen üç ülke olan Tayland, Güney Kore ve Endonezya, finansal krizi aşmak için IMF tarafından oluşturulan ve desteklenen programları uygulamak zorunda kalmışlardır. IMF’nin sağladığı finansal yardımlara karşılık, bu ülkeler, döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmayı, faiz oranlarını arttırmayı, maliye politikalarını daraltmayı, finansal piyasalarını yabancılara açmayı, sorunlu banka ve finans kurumlarını kapatmayı ve diğer alanlardaki yapısal reformları gerçekleştirmeyi taahhüt etmişlerdir (Kaplan ve Rodrik, 2001: 1). Malezya ise, 1997 yazında patlak veren Asya Krizi’ne tepki olarak başlangıçta IMF programlarına benzer bir politika izlemiştir. Ancak kısa bir süre sonra, bu politikaların sonuç vermemesi nedeniyle 1 Eylül 1998’de Malezya hükümeti, IMF politikalarından tümüyle farklı olarak, sermaye akımları ve kur işlemleri üzerinde geniş kapsamlı sıkı kontroller uygulamaya başlamıştır.

Geçici olarak kullanılıp, yaklaşık bir yıl içerisinde uygulamadan kaldırılan bu kontrollerin amacı, kısa dönemli, spekülatif amaçlı sermaye hareketlerini sınırlandırmaya yönelik olup, uzun vadeli finansal yatırımlar ile doğrudan yabancı yatırımları kapsam dışında tutarak, bu tür faydalı yatırımların devamlılığını sağlamak olmuştur (Işık, 2003:

12). Bu doğrultuda, ulusal para birimi olan Ringgit, 3.80 Amerikan Dolarına sabitlenmiştir. Kıyı bankalarında (off-shore hesaplarda) Ringgit cinsinden tutulan tüm mevduatların bir ay içerisinde ülkeye getirilmesi ve yabancılara da Ringgit cinsinden gelirlerinin dövizle çevrilebilmesi için oniki ay bekleme zorunluluğu getirilmiştir. Beş ay sonra bu uygulama, bekleme zorunluluğu yerine vergi alımına dönüştürülmüştür. Bu önlemlerin yanı sıra, Malezya vatandaşlarının yurt dışına sermaye transfer etmesine sıkı sınırlamalar getirilmiş ve yabancı portföy yatırımlarının oniki ay süreyle ülkeye girişi durdurulmuştur. Ayrıca, sıkı para politikasından vazgeçilerek faizlerde indirimle gidilmiştir. Ringgite karşı spekülasyon girişimleri engellemek için Ringgit cinsinden yapılan tüm işlemlerin yetkili yerli kurumlar tarafından yapılması zorunluluğu getirilmiştir (Balseven ve Erdoğan, 2005: 225; Ankara Sanayi Odası, 2001).

Malezya'nın uygulamış olduğu bu kontroller sonucunda, yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş oldukları yatırımları geri çekmeleri ve yerleşiklerin de yurt dışında yatırım yapmaları zorlaştırıldığından, net sermaye çıkışları sınırlandırılmış ve spekülasyon döviz hareketleri büyük ölçüde azaltılarak döviz kuru istikrarlı hale gelmiştir. Malezya deneyimi, kriz koşullarında bile uygulanabilecek politika seçeneklerinin sanıldığı kadar az olmadığını göstermek bakımından dikkat çekici bir örnek olmuştur (Suvanto vd., 2000: 40, Balseven ve Erdoğan, 2005: 226).

Malezya'nın uygulamış olduğu sermaye kontrollerinin etkinliğini değerlendirdikleri çalışmalarında Rodrik ve Kaplan (2001), Malezya'nın, Asya Krizi sonrasında IMF politikaları uygulayan Tayland ve Güney Kore'den daha hızlı bir biçimde toparlandığını ve daha başarılı sonuçlar elde ettiği bulgusuna ulaşmışlardır (Rodrik ve Kaplan, 2001). Kriz ile mücadele kapsamında, sermaye kontrolleri uygulamış olan Malezya ile IMF programlarına başvuran Türkiye, Brezilya ve Rusya'nın kriz sonrasında, kısa dönem toparlanma sürecindeki performanslarını karşılaştıran Işık (2003)'a göre de, Malezya'nın uyguladığı sermaye kontrollerinin, kısa dönemdeki toparlanma sürecine katkısı, IMF programları uygulayan ülkelere göre daha hızlı ve başarılı olmuştur (Işık, 2003).

## 5.2. Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontroller: Şili

Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, özellikle karmaşık mali kontrol sistemleri uygulayacak kapasiteleri olmayan GOÜ'lerde, finansal sermaye girişlerinin neden olabileceği aşırı oynaklık gibi olumsuz etkileri azaltarak, uzun dönemli yatırımları özendirme gibi olumlu etkileri arttırmayı amaçlamaktadır (Balseven ve Erdoğan, 2005: 221). Sermaye girişlerini kısıtlamaya yönelik uygulamalar, aşırı sermaye girişlerinin reel döviz kurunu değerlendirerek ülkenin rekabet gücünü azaltması ve makroekonomik dengesizliğe sebep olmasından duyulan endişe nedeniyle uygulanmaktadır (Bird ve Rajan, 2000: 9).

Asya Krizinin olumsuz sonuçlarından sonra, gelecekte ortaya çıkacak finansal krizleri önlemek amacıyla sermaye girişlerine kontrol konulması fikri büyük bir destek görmüştür. Sermaye girişlerine konan kontrollerin, GOÜ'leri uluslararası spekülasyon saldırılarından koruyarak, döviz kurunun oynaklığını sınırlaması ve aynı zamanda bu ülkelerin bağımsız para politikaları uygulamalarına olanak vermesi beklenmektedir (Edwards, 1999: 10). Sermaye girişlerine yönelik kontrollerle ilgili önemli bir nokta, bu tür kontrollerin kriz esnasında değil, ekonominin görece istikrarlı bir dönemde uygulamaya konulmasıdır. Aksi halde bu tür kontroller, piyasada güven kaybına yol açarak, likiditeye ihtiyaç duyulduğu kriz sürecinde mevcut sermayenin de ülkeden kaçmasına, dolayısıyla da krizin derinleşmesine yol açabilir (Balseven ve Erdoğan, 2005: 228–229).

Sermaye girişlerine sınırlama koyan ülkelerin bazıları Brezilya, Şili, Kolombiya ve Çek Cumhuriyeti'dir. Ancak ekonomistler tarafından en çok dikkat çeken ülke deneyimi Şili'ninkidir. Şili'nin sermaye girişlerine uyguladığı kontroller, kısa dönemli sermayeyi olumsuz yönde etkilerken, uzun dönemli fonları kendisine çekmeyi başararak ülkenin istikrara kavuşmasına katkıda bulunmuştur (Edwards, 1999: 10). Şili'nin uygulamaya koyduğu piyasa odaklı sermaye kontrollerinin amacı; sermaye girişlerinin daha uzun vadeli olmasını sağlamak, aşırı değerli ulusal paranın değerini düşürmek, Merkez Bankasının bağımsız para politikası sürdürmesini sağlamak ve krizler karşısında, iç piyasanın kırılganlığını azaltmak için kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişini yavaşlatmaktır (Suvanto vd., 2000: 39).

Şili, 1990 sonrasında, uzun dönem ve kısa dönem sermaye akımları için farklılaşan şekilde sermaye girişleri üzerinde piyasa bazlı kontroller uygulamıştır. Şili'de uygulanan en önemli sermaye kontrol tekniği, kazançsız rezerv/mevduat zorunluluğudur. Şili'de, 1991 yılında tüm portföy yatırımlarına %20 oranında kazançsız rezerv zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre, ülkede bir yıldan daha az kalacak olan yatırımların bu rezervi ülkede kaldığı süre boyunca, bir yıldan uzun kalanların ise sadece bir yıl boyunca tutacakları karara bağlanmıştır. Haziran 1992'de bu oran %30'a çıkarılmış ve rezervin ekonomide kalış süresi ise paranın çıkış zamanına bakılmaksızın bir yıl olarak belirlenmiştir. Asya krizinin ekonomideki likidite gereksinimini arttırması nedeniyle, Haziran 1998'de zorunlu rezerv oranı %10'a indirilmiş, Kasım ayında da sıfırlanmıştır (Ökten ve Yıldırım, 2006: 10).

Şili'de uygulanan bu kontrollerin, sermaye girişlerin hacmini kısıtlamaktaki etkisi sınırlı ve kısa süreli olmuştur. Ancak uygulanan politikalar, kısa dönemli akımları caydırmak ve sermaye girişlerinin yapısını değiştirmek açısından başarılı olmuştur. Yani ülkeye giren toplam sermaye miktarı azalmamış, uygulanan kontroller sonucunda, kısa vadeli akımlardaki azalma tümüyle uzun vadeli sermaye girişlerindeki artışlarla giderilmiştir. Ülkeye giren toplam sermaye içerisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı %73 iken, bu oran 1998 yılında %3'e düşmüştür. Kısa vadeli sermaye girişlerinin azalması döviz kurunun aşırı değerlendirilerek cari işlemler dengesini bozmasını ve kurun çökmesine yol açabilecek bir yabancı sermaye kaçışını zorlaştırarak ekonominin

kırılganlığını, dolayısıyla da finansal kriz riskini azaltmıştır (Suvanto vd., 2000: 39; Balseven ve Erdoğan, 2005: 224).

## 6. Sermaye Kontrollerinin Etkinliği

Sermaye kontrolleri ile ilgili olarak literatürde en çok tartışılan konulardan birisi, bu kontrollerin etkin olup olmadığı ile ilgilidir. Sermaye kontrollerinin etkinliği, ülkeye, uygulanan döneme ve kullanılan ölçüte göre değişmekte birlikte literatürde sermaye kontrollerinin etkinliği genellikle; döviz kuruna istikrar kazandırma, bağımsız para politikasını sağlama ya da yurtdışı makroekonomik ve finansal istikrarı sağlama gibi politika amaçlarını gerçekleştirip gerçekleştirmediği ile ölçülmektedir (Ariyoshi vd., 2000: 5). Ayrıca, sermaye kontrollerinin sermaye akımlarının niteliğini veya büyüklüğünü değiştirip değiştirmediği ve eğer sermaye akımları üzerinde kontrol olmasaydı, sermaye akımlarının düzeyinin ne olacağı da sermaye kontrollerinin etkinliğini değerlendirmede dikkate alınan hususlardır (Neely, 1999: 26).

Sermaye kontrollerinin etkinliği ile ilgili olarak iktisatçılar arasında görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Örneğin Rudiger Dornbush, sermaye kontrollerinin krizden çıkış için etkili bir yöntem olmadığını öne sürmektedir. Paul Krugman (1999) ve onun gibi düşünen bazı iktisatçıların görüşü ise, finansal küreselleşmenin artık haddini aştığı ve sermayenin bu kadar serbest dolaşmasının uluslararası finansal sistemi zayıf, tehlikelere açık ve dengesiz hale getirdiğidir (Işık, 2003: 11). Krugman (1999), parasal birliğe ya da serbest dalgalanmaya uygun olmayan ülkelerin, er ya da geç sermaye akımlarını sınırlandırmak zorunda kalacaklarını söylemektedir. Krugman'ın paralel görüş savunan bir başka isim, Dünya Bankası eski baş ekonomisti olan Joseph Stiglitz'e (1999) göre, dalgalanan piyasalar kaçınılmaz bir gerçektir. GOÜ'ler bununla baş etmek ve ekonomilerini istikrara kavuşturacak politikalar üretmek zorundadırlar. Bu tür politikalara örnek olarak da Şili usulü sermaye kontrolleri önerilmektedir (Edwards, 1999: 1). Literatürde genel olarak, sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin, sermaye çıkışı üzerinde konan kontrollere göre daha etkin olduğu ileri sürülmektedir. Bunun nedeni ise, sermaye girişlerine konan kontrollerden kaçınma konusunda daha düşük bir eğilimin söz konusu olmasıdır.

Sermaye kontrollerinin amacı, ülkelerin makroekonomik politika oluşturmalarında bağımsız olmalarını sağlamak ve aşırı şekilde oynaklığa yol açtığı düşünülen sermaye akımlarından ülkeleri korumaktır. Literatürde sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalara karşı üç temel itiraz bulunmaktadır. Bunlar; etkin olmama, kısıtlamaların maliyetinin yüksek olması ve olası bir panik durumunda ekonomiyi tam olarak koruyamamasıdır.

Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar dolaylı olarak, bu akımların yasal olarak denetlenebileceğini varsaymaktadır. Ancak sermaye akımlarının kontrolünün kolay

olmadığını gösteren kanıtlar mevcuttur. Özel sektör, bu tür kısıtlamalardan kurtulmak için çeşitli yollara başvurmaktadır. Örneğin, ticarete fatura düzenlememe, bazı akımları kısıtlamaların dışında gibi göstermek ve rüşveti de içeren yasal olmayan yollar bunlar arasında sayılabilmektedir. Sermaye kontrollerinden kurtulma çabaları aynı zamanda finansal türev araçların da artmasına yol açmıştır. Konu ile ilgili yapılan çalışmalarda, özel sektörün sermaye kontrollerinden kaçmak amacıyla birtakım yöntemler geliştirmesinin, kontrollerin etkinliğini azalttığı ileri sürülmektedir (Blöndal ve Christiansen, 1999: 5; Rodrik ve Velasco, 1999: 24). Bu bağlamda, ekonomik birimler uzun dönemde kontrolleri nasıl aşabileceklerini öğrendiklerinden, sermaye kontrolleri kısa dönemde etkili olsa bile, uzun dönemde etkisi zayıflamaktadır.

Sermaye kontrollerinin etkinliğini zayıflatan nedenlerden bir diğeri ise, uluslararası sermaye hareketlerini kolaylaştıran ve onları izlemeyi daha zor hale getiren finansal piyasalardaki teknolojik ilerlemedir. Özellikle iletişim teknolojisindeki ilerlemenin sermaye kontrollerini neredeyse imkânsız kılacağı yönünde görüşler mevcuttur. Ancak, uluslararası sermaye akımlarını kolaylaştırarak, uluslararası finans sisteminin küreselleşmesine yol açan aynı iletişim teknolojisinin, gerektiğinde bu akımların kontrolünü de kolaylaştırabileceğini öne süren görüşler de mevcuttur (Esen, 1997: 39–40; Delice, 2000: 103). Sermaye kontrollerinin ekonomik bir maliyeti olduğu kesindir. Ancak, sermaye kontrollerinin tamamen etkinsiz olduğu yönündeki görüşler de oldukça abartılıdır. Kontrollerin zamanla etkinliği azalsa bile, bazı dış finansal işlemleri engellemekte, bazı kişilerin veya kurumların uluslararası finansal piyasalara girişlerini sınırlandırmakta bir dereceye kadar etkili oldukları kabul edilmektedir (Delice, 2000: 105).

IMF de, genel anlamda sermaye hareketlerine getirilecek kontrollerin maliyetinin yüksek olduğunu ve ekonomileri etkinlikten uzaklaştıracağını düşünmektedir. Ancak birbiri ardına yaşanan krizlerden sonra, makroekonomik yapının ve finansal sektörün güçsüz olduğu ekonomilerde sermaye hareketlerini tümüyle serbestleştirmenin bazı tehlikeleri olduğunu da kabul etmektedir. Bu bağlamda IMF, makroekonomik yapı ve finansal sektör güçlenene kadar piyasaya dayalı bazı kontrollere olumlu yaklaşmaktadır. Piyasaya dayalı kontroller ile vurgulanmak istenen, yabancı sermayeye miktar kısıtlaması getirmek yerine, mesela yabancı mevduat için gerekli karşılık oranının artırılması ya da bankaların açık pozisyonlarına sınırlamalar getirilmesi şeklindeki uygulamalardır (Akman, 1998: 51–52).

## 7. Sonuç

1990'lı yıllarda GOÜ'lerde sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan finansal krizler sonrasında, yoğun olarak tartışılmaya başlanan sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik öneriler bağlamında, literatürde üzerinde en çok durulan sermaye kontrol yöntemi olarak Tobin vergisi ve uygulanabilirliği ile ilgili çalışmalar öne çıkmıştır. Bu bağlamda, bu çalışmada, Tobin vergisi dışındaki sermaye kontrol yöntemleri ile uyguladıkları farklı



sermaye kontrol yöntemleri ve bunların sonuçları açısından dikkat çeken Malezya ve Şili'nin deneyimlerine de yer verilerek, sermaye kontrolleri ile ilgili genel bir bilgilendirme ve değerlendirmede bulunulması amaçlanmıştır.

Sermaye kontrollerinin etkinliği, ülkeden ülkeye, uygulanan döneme ve kullanılan ölçüte göre değiştiğinden, tüm ülkeler için tek ve en iyi sonucu verebilecek bir sermaye kontrol yöntemi bulunmamaktadır. Bu nedenle, sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini gidermeye yönelik politikalar belirlenirken, her ülkenin kendi ekonomisinin özelliklerini ve küresel ekonominin durumunu göz önünde bulundurarak hareket etmesi ve buna uygun olarak, bazen tek bir sınırlayıcı önlem yerine birden fazla yöntemin aynı anda uygulanması gerekebilmektedir. Bu bağlamda, Şili'nin sermaye girişleri, Malezya'nın sermaye çıkışlarına kısıtlama getiren uygulamaları, literatürde farklı görüşler olmakla birlikte, sermaye kontrollerinin ülkeler tarafından bireysel olarak başarıyla uygulanabileceği konusunda birçok iktisatçıyı ikna etmiştir. Ancak, uluslararası finans piyasalarının giderek bütünleştiği günümüzde, ülkeler tarafından bireysel olarak uygulanacak sermaye kontrollerinin ancak kısa dönemde etkili olduğu, uzun dönemde ise etkisinin azaldığı yönünde bir görüş birliği mevcuttur. Bu nedenle de, ülkelerin bireysel olarak uygulayacakları kontrollerinden ziyade, küresel düzeyde uygulanacak sermaye kontrollerinin amaca ulaşmak bakımından daha faydalı ve etkin olacağı ifade edilmektedir.

Küresel düzeyde bir işbirliğine dayanan kısıtlamalardan en önemlisi, Tobin vergisidir. Tobin, dış ticaret ve uzun dönemli yatırımları olumsuz yönde etkilemeksizin, sadece kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerini önlemek amacıyla, uluslararası düzeyde tüm döviz işlemlerini kapsayacak genel bir verginin uygulanmasını önermiştir. Tobin vergisine, uygulanması sırasında ortaya çıkabilecek teknik sorunlar nedeniyle bazı çevreler tepki göstermekte ve şüphe ile yaklaşmaktadır. Ancak literatürde, bu tepkilerin teknik sorunlardan çok, politik tercihlere dayandığı yönündeki görüşler ağır basmaktadır. Bu bağlamda, Tobin vergisinin dünya çapında uygulanabilmesi için en azından gelişmiş ülkeler arasında tam bir mutabakatın olması gerekmektedir. Ancak, sermaye sahibi gelişmiş ülkeler, böyle bir verginin uygulanmasına sıcak bakmamaktadırlar.

Malezya'nın sermaye çıkışlarını, Şili'nin ise sermaye girişlerini kısıtlamaya yönelik uygulamaları, sermaye kontrollerinin; sermaye hareketlerinin GOÜ'ler üzerinde istikrarsızlık yaratan etkilerini azaltmakta etkili olabileceğini göstermekle birlikte, sermaye hareketlerini kısıtlamaya yönelik uygulamaların, ülkeleri finansal krizlerden koruyacak bir garanti sağlamadığı da unutulmamalıdır. Finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında, tüm olumsuz etkilerine rağmen, sermaye hareketlerinin tamamen kısıtlanması mümkün olmayacağına göre, spekülasyon sermaye hareketlerinin neden olduğu problemleri azaltmakta, sermaye kontrollerinin kısa dönemli ve geçici bir süre için uygulanması, özellikle GOÜ'ler açısından faydalı olabilmektedir.

Özellikle oynak ve aniden tersine dönme özelliği yüksek olan finansal sermaye akımlarının, GOÜ'lere ani giriş çıkışlarının, istikrarsızlık yaratarak veya var olan

istikrarsızlıkları besleyerek, bu ülkelerdeki finansal kriz riskini arttırdığı bir gerçektir. Ancak, finansal kriz riskini önleyebilmek açısından asıl önemli olan, sermaye kontrollerinden çok, sürdürülebilir makroekonomik politikalar ile sağlam bir finansal sisteme sahip olabilmektir. Ayrıca, gerekli olduğunda geçici bir süre için uygulanabilecek sermaye kontrollerinin de, güçlü makroekonomik göstergelere sahip olan GOÜ’lerde daha başarılı sonuçlar vereceği unutulmamalıdır.

### Kaynakça

- Akdiş, Muhammed (2004), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl: 6, Sayı: 36, Mayıs-Haziran, <<http://maksis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>>, 21.09.2006.
- Akira, Ariyoshi, Karl Habermaier, Bernard Laurens, İnci Otker-Robe, Jorge Ivan Canales-Krilenko and Andrei Krilenko (2000), “Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization”, *IMF Occasional Paper*, No:190, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/>>, 25.11.2006.
- Akman, Vedat (1998), *Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz, Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri*, Rota Yayınları, İstanbul.
- Ankara Sanayi Odası (2001), “Malezya Sermaye Kontrolleri”, *ASOMEDYA Dergisi*, Ağustos, <<http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedyaya/agustos2001-ft.html#buyutec>>, 17.10.2006.
- Arıkoğa, Aysel (2001), “Tobin Vergisi Önerisi”, *Maliye Güncesi*, (İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Bölümü Bülteni), Sayı: 7, Ekim.
- Ay, Ahmet ve Fatih Mangır (2007), “Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi”, *Maliye Dergisi*, Sayı: 153, Temmuz-Aralık, 123–141.
- Balseven, Hale ve M. Mustafa Erdoğan (2005), “Mali Krizleri Önlemede Sermaye Kontrolleri: Malezya ve Şili Deneyimlerinden Türkiye İçin Dersler”, *2004 Türkiye İktisat Kongresi Gelişme Stratejileri ve Makroekonomik Politikalar Tebliğ Metinleri I*, DPT, Ankara, 207–235.
- Bedestenci, H. Çetin ve M. Akif Kara (2004), “Sermaye Hareketleri ve Kalkınma” Sami Taban ve Muhsin Kar (der.), *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular* içinde, Ekin Kitabevi, Bursa, 257–278.
- Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998–58, İstanbul.
- Bird, Graham ve Ramkishan S. Rajan (2000), “Restraining International Capital Movements: What Does It Mean?”, *Centre for International Economic Studies Policy Discussion Paper*, No: 0014, University of Adelaide, Australia, March.

- Blöndal, Sveinbjörn ve Hans Christiansen (1999), “The Recent Experience With Capital Flows to Emerging Market Economies”, *OECD Economic Department Working Paper*, No: 211, February.
- Çağlar, Ünal (2003), *Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Delice, Güven (2000), *Uluslararası Finansal Entegrasyon ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas.
- Edwards, Sebastian (1999), “How Effective Are Capital Controls”, *NBER Working Paper*, No: 7413, National Bureau of Economic Research, November, <<http://www.nber.org/papers/w7413.pdf>>, 20.02.2007.
- Eroğlu, Nadir (2002), “Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri”, Alkan Soyak (der.), *Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşılıklar* içinde, Om Yayınevi, İstanbul.
- Esen, Oğuz (1997), “Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 27, 31–45.
- Işık, Gözde (2003), “Finansal Krize Karşı Politika Tepkileri: IMF Programlarına Alternatif Olarak Sermaye Kontrolleri”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 18, Sayı: 209, Ağustos, 9–20.
- Işık, Sayım (2004), *Para Finans ve Kriz*, Akçağ Yayınları, Ankara.
- Işık, Nihat (2005), “Finansal Krizlerin Ortaya Çıkmasında Sermaye Hareketlerinin Rolü: Rusya, Türkiye ve Arjantin Krizleri”, *Selçuk Üniversitesi Karaman İİBF Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 2, 83–97.
- İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur (2003), “*Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, 1989:III – 1999:IV*”, TEK Tartışma Metni, No: 2003/8, Aralık , <<http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf>>, 30.01.2007.
- Kaplan, Ethan ve Dani Rodrik (2001), “Did The Malaysian Capital Controls Work?”, *NBER Working Paper*, No: 8142, National Bureau of Economic Research, February, <<http://www.nber.org/papers/w8142.pdf>>, 25.12.2006.
- Kara, M. Akif ve Muhsin Kar (2005), “Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 20, Sayı: 228, Mart, 93–108.
- Mihçi, Sevinç (2000), “Finansal Serbestleşme Sonrası Türkiye Ekonomisi”, *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 18, Sayı: 2, 83–107.
- Neely, Christopher J. (1999), “An Introduction To Capital Controls”, *Review*, November-December, 13–30, <<http://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf>>, 06.10.2006.

- Ökten, Zeynep ve Mehmet Yıldırım (2006), “Sermaye Hareketleri ve Tobin Vergisi”, *TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı*, Ankara, 11–13 Eylül, 1–26.
- Rodrik, Dani ve Andres Velasco (1999), “Short-Term Capital Flows”, *NBER Working Paper*, No: 7364, National Bureau of Economic Research, September, <<http://www.nber.org/papers/w7364.pdf>>, 12.05.2007.
- Öztürk, Salih (2001), *Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Para Politikasına Etkileri: 1980 Sonrası Türkiye Uygulaması*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Sabır, Hasan (2002), “Küreselleşme Sürecinde Ekonomik Kriz ve Tobin Vergisi”, *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı: 170.
- Saraçoğlu, Fatih ve Özgür Şahan (2004), “Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, *Sayıştay Dergisi*, Sayı:55, Ekim-Aralık, 71–82.
- Somçağ, Selim (2001–2002), “Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı”, *Doğu-Batı Dergisi*, Yıl: 4, Sayı: 17, Kasım-Aralık-Ocak.
- Suvanto, Antti, Seppo Honkapohja, Tom Berlund ve Anne Mikkola (2000), “Promoting The Stability of International Capital Movements”, *Ministry of Finance Finland Research Report*, No:1/2001, Helsinki, November, <[http://www.vm.fi/vm/en/04\\_publications\\_and\\_documents/01\\_publications/07\\_financial\\_market/20010131Promot/3505.pdf](http://www.vm.fi/vm/en/04_publications_and_documents/01_publications/07_financial_market/20010131Promot/3505.pdf)> , 10.01.2007.
- Şengönül, Ahmet, Metin Altıok ve Rana Gürbüz (2007), “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 22, Sayı: 252, Mart, 26–48.
- Uzunoglu, Sadi, Kerem Alkin ve Can Fuat Gürlelel (1995), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6, İstanbul.
- Vergil, Hasan (2002), “Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırımlar Üzerine Etkileri”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 1.
- Yay, Turan (2003), “Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme”, *İktisat Dergisi*, Sayı: 438, Haziran.
- Yılmaz, Celali (2004), “Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi”, *Geleneksel Finans Sempozyumu 2004 Bildirileri CD’si*, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, 27–28 Mayıs, İstanbul, 182–201.