

*Araştırma Makalesi*

**Sermaye Kontrolünün Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi: Malezya Örneği<sup>1</sup>**

*The Effect of Capital Control on Portfolio Investments: The Case of Malaysia*

Mete DİBO<sup>2</sup>

**Öz**

Gelişmekte olan ülkeler doğrudan yatırımları ülkelerine çekebilmek, kolaylıkla borçlanabilmek veya tasarruf açıklarını kapatabilmek hedefleriyle sınırlarını yabancı sermayeye açmaktadırlar. Döviz ihtiyacına cevap vermesi ve kurlar üzerindeki baskıyı azaltması gibi avantajlarına karşın kısa vadeli sermaye hareketleri finansal kırılganlığa sebebiyet verebilmektedir. Bu kırılgan yapıya izin vermemek veya gelir elde etmek gibi amaçlarla uygulanması düşünülen sermaye kontrollerinin yarattığı etkilere yönelik araştırmalara literatürde sıklıkla rastlanmaktadır. Bu çalışmanın amacı, sermaye kontrolü uygulamış olan Malezya’da sermaye kontrolünün portföy yatırımları üzerinde ortaya çıkardığı etkiyi test etmektir. Gerçekleştirilen VAR (Vector Autoregression) analizi sonuçlarına göre sermaye kontrolünün gevşetilmesi (finansal serbestlik endeksindeki artış) portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilemektedir. Çalışmanın, finansal serbestleşme ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi Malezya örneği kapsamında ele alması yönüyle ilgili yazına katkı sağlaması beklenmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye Hareketleri, Sermaye Kontrolü, Finansal Serbestlik, Malezya.

**Jel Kodları:** F31, F32, F38.

**Abstract**

Developing countries open their borders to foreign capital to attracting foreign direct investments or loans. Short-term capital flow can cause financial fragility despite obvious advantages such as responding to foreign exchange requirements and reducing the pressure on exchange rates. Studies dealing with the effects of capital controls implemented for purposes such as preventing fragility or generating income are frequently encountered in the literature. The research aims to test the impact of capital control on portfolio investments in Malaysia which has implemented capital control. According to the results of the VAR (Vector Autoregression) analysis, a decrease in capital controls (increase in financial openness index) creates positive effect on portfolio investments. The study is expected to contribute to the related literature in terms of dealing with the link between financial liberalization and capital movements within the scope of Malaysia.

**Keywords:** Capital Flows, Capital Control, Financial Openness, Malaysia.

**Jel Codes:** F31, F32, F38.

<sup>1</sup> Bu çalışmanın bir bölümü 8-12 Mayıs 2018 tarihleri arasında düzenlenen 33. Uluslararası Maliye Sempozyumunda sözlü bildiri olarak sunulmuş ve özet bildiri kitabında yer almıştır.

<sup>2</sup> Dr.Öğr.Üyesi, Hitit Üniversitesi İİBF Maliye Bölümü, [metedibo@hitit.edu.tr](mailto:metedibo@hitit.edu.tr), ORCID: 0000-0002-7775-0673

## 1. Giriş

Tasarruflar büyüme ve kalkınmanın gerçekleştirilmesinde ulusal ekonomilerin lokomotifi olarak görev yapan önemli bir faktördür. Tasarruf kısıtı bulunan ekonomiler, bu açıklarını kapatabilmek üzere sınırlarını giderek daha yüksek düzeyde yabancı sermayeye açmaktadırlar. Yabancı sermaye yatırımları genellikle doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde ortaya çıkmaktadır. Kısa vadeli ve çoğunlukla yüksek faiz olanaklarından yararlanarak yüksek kar elde etmeye odaklanan portföy yatırımlarının ağırlıkta olması, ülke ekonomileri için zaman zaman istikrarsızlık yaratabilmektedir. Bu istikrarsızlığın temelinde iktisadi göstergelerde ortaya çıkan bozulmalar, siyasi belirsizlikler veya küresel ekonomide yaşanan bir bunalım sonucunda portföy yatırımlarının ülke sınırlarını terk etmek suretiyle yarattığı finansman problemleri bulunmaktadır.

Sermaye akışının kısıtlanmasına yönelik öneriler bu etkilerin şiddetini hafifletmeyi amaçlamaktadır. Uygulanabilecek kısıtlama yöntemleri ise doğrudan (miktar kısıtlamaları) veya dolaylı (vergilendirme) şekilde olabilmektedir.

Bretton Woods sisteminin 1971'de çöküşüyle birlikte sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik önerilen Tobin vergisi, bu alanda en çok üzerinde tartışılan yöntemdir. Döviz işlemleri üzerine uygulanacak olan bu vergi, sınırlar ötesi sermaye akışının frenlenmesini hedeflemekteydi. Tobin, sermayenin okyanus ötesi finansal piyasalara hareketini kısıtlayacak küresel bir vergi öngörmüştür (The Economist, 2013).

Bu vergi, küresel manada bir karşılık bulmamasına rağmen 25 kadar ülkede çeşitli şekillerde sermaye kontrollerinin uygulandığı bilinmektedir. Malezya da 1997'de yaşanan Asya krizinin yarattığı çöküşten kurtulmak üzere sermaye çıkışlarını kontrol altına almış ve ayarlanabilir sabit kur rejimini devreye sokmuştur.

Kontrol politikaları yoluyla kısa vadeli sermaye kaçışlarının engellenmesi amacına ulaşıp ulaşılamadığına yönelik uygulamalı çalışmaların standart sonuçlar ortaya koymadıkları belirtilebilir. İlgili çerçevede bu çalışmanın temel amacı, Malezya'da sermaye kontrolünün (finansal serbestliğin) portföy yatırımları üzerindeki etkisini istatistiki olarak analiz ederek söz konusu tartışmalara katkı sağlamaktır. Bu amaç doğrultusunda çalışmada öncelikle sermaye hareketlerinin sermaye yatırımları ve döviz kuru üzerindeki etkilerine yer vererek sermaye kontrolünün bu göstergeler üzerinde ortaya çıkardığı etkiler Malezya örneği kapsamında araştırılmaktadır. Daha sonra Malezya'ya ait Dünya Bankası verileri kullanılarak finansal açıklık endeksi ile portföy yatırımları arasındaki ilişki VAR analizi yardımıyla değerlendirilmektedir.

## 2. Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru Etkileşimi

Sermaye kontrolü ve döviz kuru arasındaki bağlantıyı iki yönlü ele almak mümkündür. Döviz kontrolü, sermaye hareketleri üzerinde etkili olabileceği gibi sermaye kontrollerinin de döviz kuru üzerinde etkileri söz konusu olabilir.

Sermaye akımlarının kurlar üzerindeki etkisi değerlendirildiğinde, yoğun sermaye girişlerinin reel döviz kuru üzerinde aşağı yönlü baskıya (ulusal paranın aşırı değer kazanmasına) neden olacağı belirtilmelidir. Aşırı değerli ulusal para ise ithalatı özendirerek cari işlemler açığını büyüten bir etki yaratacaktır.

Bu nedenle bazı ekonomistler sermaye akımlarının çıkışının özendirilmesi-liberalleştirilmesini önermektedirler. Ancak ampirik çalışmalar, sermaye çıkış kontrollerinin kaldırılmasının net sermaye girişlerini uyardığını ortaya koymaktadır. İngiltere (1979), Yeni Zelanda (1984) ve Yugoslavya (1990) bu türden deneyim yaşayan ülkelerdendir. 1990'larda sermaye çıkışlarını serbestleştirmeye yönelik çalışmalar yapan Şili'de, net sermaye girişleri dikkate değer biçimde engellenmemiştir (Labán ve Larraín, 1997: 415).

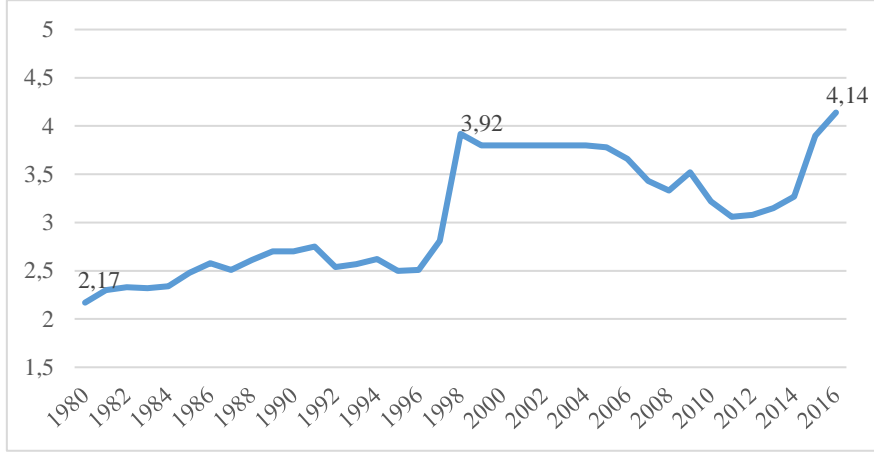
Diğer taraftan Malezya'nın almış olduğu bir takım önlemlere şüpheli yaklaşan Dornbusch, krizin orta dönemlerinde gerçekleştirilecek olan geçici sermaye kontrollerinin faiz ve döviz kuru üzerindeki baskıyı hafifleteceğini kabul etmektedir. Bu yaklaşım ile ekonominin tam

anlamıyla bir çöküş yaşamasının önüne geçilerek finansal sistemin kurtuluşu mümkün olabilecektir (Bang Vu, 2005: 2).

Kurlardan sermaye hareketlerine doğru etkinin de ortaya çıkması mümkündür. Kurların kamu otoritesi tarafından belirlendiği veya kontrollü dalgalanmaya bırakıldığı durumlarda, sermaye girişlerinin neden olduğu toplam talep artışını dizginlemek üzere uygulanan para ve döviz kuru politikaları, sermaye girişlerinin seviyesini ve kompozisyonunu etkileyebilir. Döviz kurlarında tam serbestlik olmaması durumunda sermaye sahipleri kur riskinden korunacakları için yatırımlarını bu politikanın uygulandığı ülkelere aktarabileceklerdir. Sabit kur, yüksek faiz ve sterilizasyon politikaları kısa vadeli yükümlülükleri arttırarak ilgili ülkeleri iktisadi sorunlarla karşı karşıya bırakabilmektedir (Montiel ve Reinhart, 1999: 627-634).

İlerleyen başlıklarda ele alınacağı gibi Malezya'da sermaye kontrolünün uygulandığı dönemin ilk 4 yılında kısa vadeli sermaye girişlerinin pozitif olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla burada bahsedilen döviz kuru etkisinin Malezya için geçerli olduğunu söylememiz mümkündür. Yani döviz kurunun önceden belirlenmiş olmasının, kısa vadeli yatırımcılar için Malezya'yı cazip hale getirdiği söylenebilir.

**Grafik 1: Dolar-Ringit Kuru-1980-2016 – Malezya**



**Kaynak:** Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Malezya'da döviz kurunun sabitlenmesinin amacı kurdaki aşağı yönlü hareketlerin engellenmesidir. Böylece bir yandan sermaye kontrolü nedeniyle çıkışlar azalacak ve aynı anda dolar kurunun aşağı yönlü hareketi de önlenilebilecektir. Grafik 1'de, sermaye ve döviz kuru kontrolünün uygulanmasından önceki dönemlerde dolar-ringit paritesinin düşük seyrettiği ve 2005 yılında kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte kurdaki düşüşün yeniden başladığı görülmektedir. Dolayısıyla 1999-2005 yılları arasında kurların sabitlenmiş (1 Dolar = 3,8 Ringit) olması kurlardaki aşağı yönlü hareketi engellemiştir.

### 3. Sermaye Kontrollerinin Doğrudan Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

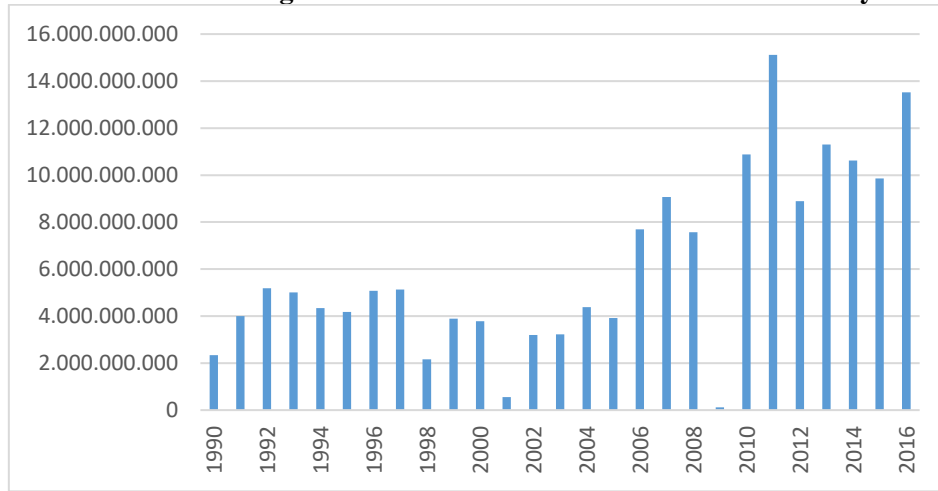
Sermaye akımlarının kompozisyonu farklı sebeplerle önem taşımaktadır. Geleneksel inanca göre doğrudan yabancı yatırımlar bu ayırmda en kararlı uçta yer alırken kısa vadeli akımlar ise karşı uçta yer almaktadır. Bunun bir sonucu olarak bazı durumlarda ülkeler uygulayacakları politikaları sermaye akımlarının düzeyini ve bileşimini şekillendirmek üzere tasarlarlar. Örneğin Brezilya, Şili, Kolombiya, Çekya, Malezya ve Tayland'da sermaye hareketlerine yönelik uygulanan kısıtlamalar bu amaca hizmet etmek üzere hayata geçirilmiştir. Yine de bu tür uygulamaların beklenen amaçların gerçekleştirilmesinde başarı sağlayıp sağlayamadığı hususu tartışmalıdır (Montiel ve Reinhart, 1999: 627). Ancak genel yaklaşım, yönetimlerin doğrudan yatırımları arttıracak ve kısa vadeli yatırımları da mümkün ölçüde kontrol altında tutacak politikalar uygulamasının ekonomik istikrar açısından daha yararlı olacağı yönündedir.

Sermaye hareketleri kontrol edildiğinde özellikle kısa vadeli yatırımların azalarak uzun vadeli yatırımların lehine bir değişimin olması beklenmektedir.

Malezya’daki yetkililer, kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerine yönelik hedefleri belirlemede oldukça dikkatli davranmışlardır (Kaplan ve Rodrik, 2001: 5). Örneğin yerleşik olmayan yatırımcıların Malezya değerli kâğıtlarından kazanç elde edebilmeleri, yani bunları paraya çevirebilmeleri için bir yıl beklemleri gerekmektedir (Abdelal ve Alfaro, 2003: 47). Ancak kontrollerin uzun vadeli yatırımcıların caydırılmasına hizmet etmesi de uzun vadede mümkün görünmektedir (Kaplan ve Rodrik, 2001: 5).

Sermaye kontrolü uygulayan ülkelerde faiz oranlarının genel olarak yüksek olması yatırımcıların cesaretini kırmaktadır. Diğer taraftan bu ülkelerde faaliyet gösteren çok uluslu firmalar ise sermaye kontrolünün etkisini telafi etmek üzere karlarını düşük gösterme eğiliminde olabilmektedirler (Desai vd., 2006: 1433-1434).

**Grafik 2: Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar 1990-2016 - Malezya**



**Kaynak:** Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Malezya ekonomisi ele alındığında sermaye kontrolünün uygulanmasından, bu kontrollerin kaldırılmasına kadarki dönemde (1998-2005) net doğrudan yabancı yatırımların artış göstermediği, aksine bir miktar azalmanın söz konusu olduğu görülmektedir. 1997’de 5.1 milyar dolar olan net doğrudan yabancı yatırım girişleri 1999’da ve 2005’te de 3.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Sermaye kontrolleri sebebiyle yatırımcıların Malezya ekonomisine duydukları güvenin azalmasının, bu görünümün ortaya çıkmasında etkili olduğu öne sürülebilir. Kontrollerin kaldırıldığı 2005 sonrasında ise doğrudan yatırımlarda meydana gelen artış Grafik 2’de gözlemlenebilmektedir. Nitekim 2006 yılında doğrudan yatırımların miktarı 7.69 milyar dolara yükselmiştir. Yabancı yatırımların miktarı küresel sermayenin davranış kalıplarına ve genel iktisadi-politik gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilmektedir. 2009 yılında ortaya çıkan ani düşüş de 2008 krizi nedeniyle yaşanan genel durgunluğun bir sonucu olarak değerlendirilebilir. Nitekim Dünya Bankası verilerine göre 2008 yılında dünya genelinde net doğrudan yatırımlar %20 ve 2009 yılında ise %54 azalmıştır (The World Bank).

#### **4. Sermaye Kontrollerinin Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi**

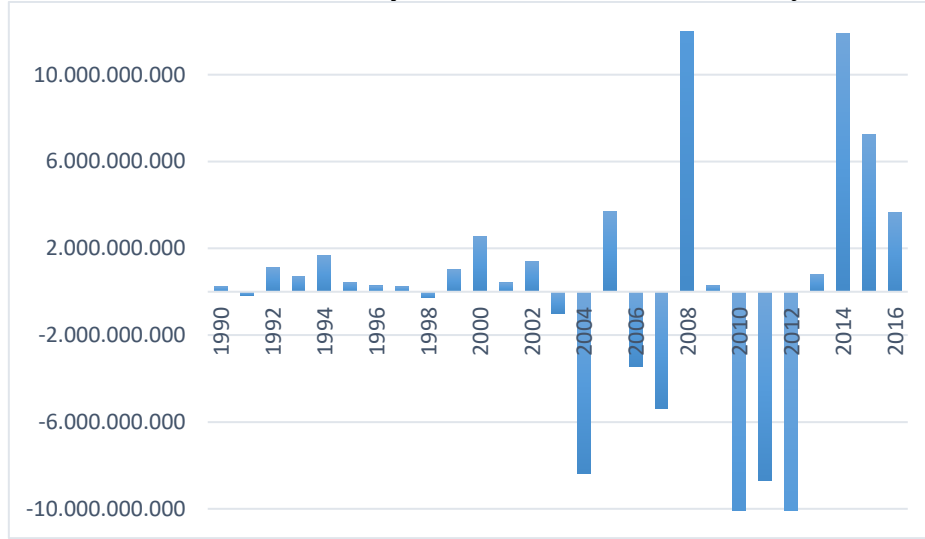
Bhagwati (1998) ve Rodrik (2000), piyasaların liberalize edilmesinin spekülasyon atakları davet edeceğini öne sürmektedir. Bu önerme, ülkelerin serbest sermaye akımları yoluyla serbest ticaretin faydalarından yararlanacaklarına yönelik geleneksel inanış ile uyuşmamaktadır (Johnson ve Mitton, 2003: 352).

Sermaye kontrollerinin temel amacı kısa vadeli (spekülasyon) nitelikli portföy yatırımlarının dizginlenerek ekonomik istikrara vereceği zararların önlenmesidir.

Bu kapsamda Malezya 1 Eylül 1998’de, portföy yatırımlarının ülkeden çıkabilmesi için 1 yıl bekleme zorunluluğunu getirmiştir. Ringit’in Malezya dışında yasal bir ödeme aracı olarak ve

dış ticaret işlemlerinde kullanılması yasaklanmıştır. Bu durum Malezya'nın kredi notunun uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından düşürülmesiyle sonuçlanmıştır. 1 Ekim 1998 - 30 Eylül 2000 (yeniden yapılanma) döneminde sermaye hareketlerinin kontrolünde azalma olmuş ancak firmalar birleşmeye zorlanmıştır. İlgili dönemde, ekonomik istikrarın sağlanmasıyla portföy çıkışları üzerindeki kontroller gevşetilmiştir. Şubat 1999'da, portföy yatırımlarının ülkeden çıkışına ilişkin 12 aylık yasak süresi yerine iki kademeli bir çıkış vergisi uygulanmaya başlanmıştır (Mitchell ve Joseph, 2010: 462). Buna göre ülkede 12 aydan daha kısa süre kalan yatırımlar %30 oranında vergilendirilmekte, 12 aydan sonra yapılan çıkışlarda ise karlar üzerinden alınan vergi %10'a düşürülmekteydi (Inoguchi, 2009: 30). 21 Eylül 1999'da ise kademeli çıkış vergisi yerine ülkeden çıkan portföy yatırım karları üzerinden tek oranlı (%10) bir vergi alınmasına karar verilmiştir.

**Grafik 3<sup>3</sup>: Net Portföy Yatırımları 1990-2016 - Malezya**



**Kaynak:** Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Malezya'da 1998'de uygulanmaya başlanan sermaye kontrolleri sonrasındaki dört yılda net portföy yatırımlarının pozitif seyrettiği ve önceki yıllara kıyasla bir artış olduğu Grafik 3'ten anlaşılmaktadır. Burada uygulanan kontrollerin sermaye çıkışlarını engellemesinin bir etkisi olduğu düşünülmektedir. Ancak 2003 yılında yaklaşık 1 milyar dolar ve 2004 yılında da 8.4 milyar dolar sermaye çıkışı yaşandığı gözlemlenmektedir. Kontrollerin kaldırıldığı 2005 yılından sonra da sermaye çıkışlarının devam ettiği görülmektedir. 2008 küresel krizinin ardından sermaye kaçışlarının yaşandığı ve 2012 yılında 20.7 milyar dolara yakın bir sermaye kaçışının gerçekleştiği bilinmektedir. Genel bir değerlendirme yapıldığında sermaye kontrollerinin uygulandığı dönemde 2003 ve 2004 yılları dışında net portföy yatırımlarının pozitif seyrettiği anlaşılmaktadır.

Sermaye hareketleri verilerinden hareketle yapılan grafiksel değerlendirmeler sonucunda Malezya'da uygulanan sermaye kontrollerinin, doğrudan yatırımlar üzerinde caydırıcı bir etki ortaya çıkardığı görülmüştür. Net portföy yatırımlarının ise kontrol döneminde, 2003-2004 yılları hariç, pozitif seyrettiği görülmektedir. Bu gözleme bağlı olarak kontrollerin sermaye çıkışını azaltmış olduğu ifade edilebilir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde öncelikle sermaye kontrollerinin sermaye yatırımları üzerindeki etkileri üzerine yapılan ampirik çalışmalara yer verilmekte, ardından VAR analizi yardımıyla Malezya'da sermaye kontrolünün portföy yatırımları üzerindeki etkisi test edilmektedir.

<sup>3</sup> Grafikte 10 milyar dolar üstü değerler (2008-23,8 milyar dolar, 2010-14,9 milyar dolar, 2012-20,7 milyar dolar, 2014-11,9 milyar dolar), daha küçük tutarların görünümüyle ilgili belirsizliklere sebep olduğu için yer almamaktadır.

## 5. Literatür

Uygulamaya konulan kontrol politikalarının sermaye hareketlerinin boyutunda ne tür bir değişiklik ortaya çıkardığına ilişkin olarak farklı ülke ve ülke gruplarına yönelik uygulamalı çalışmaların sayısının sınırlı olduğu söylenebilir. Burada söz konusu araştırmaların sonuçlarına yer verilmektedir.

Prieto ve Soto (1998), Şili’de 1987-1996 yılları arasında sermaye girişlerine uygulanan rezerv karşılıklarının etkilerini çeyrek dönemlere ait verilerle test ederek değerlendirmişlerdir. Kurdukları regresyon modeliyle, özel sektöre yönelik toplam kısa vadeli kredi girişlerinin, zorunlu rezerv karşılıkları vergisi nedeniyle azalıp azalmadığını analiz etmişlerdir. Sonuçlarına göre selektif sermaye kontrolü, kısa vadeli net kredi kompozisyonu etkilemekte ancak toplam kısa vadeli kredi düzeyini etkilememektedir. Kısa vadeli krediler dışındaki kısa vadeli akımlar ise vergi oranlarının yüksek olduğu 1995-1996 döneminde artış göstermiştir (Prieto-Valdes ve Soto, 1998).

De Gregorio ve diğerleri (2000), Şili için 1991-1998 dönemi kapsamında faiz oranları, döviz kurları ve sermaye girişlerine uygulanan kontrollerin etkilerini test etmişlerdir. Geleneksel ekonometrik yöntemler ile vektör otoregresyon modelinin kullanıldığı çalışma sonuçlarına göre uygulanan kontroller kısa vadeli akımları azaltırken uzun vadeli yatırımlara yönelik eğilimleri arttırmaktadır (De Gregorio, Edwards ve Valdés, 2000: 60-75).

Inoguchi (2009), Malezya’da uygulanan sermaye kontrollerinin etkisini test etmek üzere yatırımlar üzerinden elde edilen karları bağımsız değişken olarak kullanarak, bu değişkenin toplam sermaye akımı ve net sermaye girişleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. 1991-2002 dönemi üçer aylık verilerle gerçekleştirilen regresyon analizi sonucunda süreye bağlı kontroller yerine vergi oranının getirilmesi ile sermaye çıkışlarının arttığını, doğrudan yatırımlarda ise azalmanın bir-iki yıldan sonra etkisini kaybettiği tespit edilmiştir (Inoguchi, 2009).

Baba ve Kokenyne (2011), yükselen piyasa ekonomileri üzerine yaptıkları VAR analizleri sonucunda Brezilya’da uygulanan sermaye çıkışı kontrollerinin azaltılmasının sermaye çıkış sürelerini uzattığını ve net sermaye akımlarında düşüşe yol açtığını göstermişlerdir. Tayland’da ise sermaye çıkışlarının serbestleştirilmesiyle çıkışlar artmış ve net sermaye hareketliliği Brezilya’da olduğu gibi azalmıştır. Genel sonuçlarına göre ise kontroller kısa vadede etkili olmakta veya kısmi etkilere yol açabilmektedir (Baba ve Kokenyne, 2011: 20).

Mercado ve Park (2011), 50 yükselen piyasa ekonomisi ve 1980-2009 dönemi kapsamında gerçekleştirdikleri panel veri analizi sonucunda finansal serbestliğin artması durumunda sermaye girişlerinin anlamlı biçimde arttığını göstermişlerdir. Bu artış özellikle de doğrudan yatırımlar için söz konusudur (Mercado & Park, 2011: 665-671-674).

Forbes ve diğerleri (2013), 60 ülkeyi ele alarak 2009-2011 yıllarına ait haftalık verilerden hareketle eğilim skoru eşleştirme yöntemini kullanarak gerçekleştirdikleri analizler sonucunda sermaye girişleri üzerine uygulanan kontrollerin döviz kurları ve sermaye yatırımları üzerinde dikkate değer etkiler yaratmadığını ortaya koymuşlardır (Forbes, Fratzscher ve Straub, 2013).

Li ve Rajan (2015), 37 yükselen piyasa ekonomisinden oluşan panel verileri kullanarak 1995-2011 yıllarına ilişkin gerçekleştirdikleri analiz sonucunda; Portföy yatırımları üzerindeki kontrollerin, doğrudan yatırım girişlerindeki dalgalanmaları azalttığını gözlemlemişlerdir. Buna karşın portföy yatırımları kontrolü durumunda portföy hareketliliği üzerinde anlamlı etkiler gözlemlenmemiştir (Li, Rajan, 2015: 220).

Forbes ve diğerleri (2016), Brezilya’da sermaye girişleri üzerindeki vergilerin 2006-2013 dönemindeki değişimini kullanarak bu kontrolün portföy yatırımları üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Finansal varlıkları fiyatlama modelini kullanarak gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre yabancı tahviller üzerindeki verginin artırılması, yatırımcıların ülkeye yönelik portföy tahsislerinde azalmaya neden olmaktadır (Forbes, Fratzscher, Kostka ve Straub, 2016: 85-90).

Magud ve diğerleri (2018), İspanya, Malezya, Şili, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Kolombiya ve Tayland'ı ele aldıkları çalışmalarında iki farklı sermaye kontrol endeksi oluşturarak sermaye çıkışı üzerindeki kontrollerin, sermaye çıkışlarını azalttığı ve para politikalarının daha bağımsız olarak uygulanabildiği sonucuna ulaşmışlardır. Sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin ise net sermaye akımları üzerinde etkisi bulunmamaktadır (Magud, Reinhart, Rogoff, 2018: 32-34).

Makoni (2020), dokuz Afrika ülkesine ait 2009-2016 dönemi verileriyle panel veri analizi gerçekleştirmiştir. Çalışma sonucuna göre sermaye serbestlik endeksi ile yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır (Makoni, 2020: 100).

Bu sonuçlardan hareketle sermaye kontrollerinin ve finansal serbestinin sermaye hareketleri üzerindeki etkileri konusunda farklı sonuçların ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. Özetlenecek olursa; Prieto ve Soto (1998), Forbes ve diğerleri (2013), Li ve Rajan (2015) ile Makoni (2020) sermaye kontrollerinin sermaye hareketlerini anlamlı bir biçimde etkilemediği sonucuna ulaşırken De Gregorio ve diğerleri (2000), Forbes ve diğerleri (2016) ve Magud ve diğerleri (2018) kontrollerin sermaye akımlarını azalttığını tespit etmişlerdir. Inoguchi (2009) uygulanan vergisel kontrollerin sermaye çıkışlarını arttırdığını, Mercado ve Park (2011) finansal serbestliğin sermaye girişlerini arttırdığını, Baba ve Kokenyne (2011) ise kontrollerin azaltılması halinde sermaye akımlarının azaldığını bulmuşlardır.

## 6. Veri Seti ve Yöntem

Çalışmada sermaye kontrolü ile portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi analiz etmek üzere çalışmada 1980-2016 dönemine ait net portföy yatırımlarındaki değişim ve finansal serbestlik endeksi verilerinden yararlanılmıştır. Portföy yatırımlarına ait veri seti Dünya Bankası resmi internet sayfasından elde edilmiştir. Analizlerin gerçekleştirilmesinde EViews 10 paket programı kullanılmıştır.

Sermaye kontrolü değişkeni olarak Chinn-Ito (2006) tarafından geliştirilen finansal serbestlik endeksi kullanılmıştır (Chinn ve Ito, 2006). Bu ölçüm IMF tarafından yıllık olarak yayınlanan Borsa Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları Raporunda (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions-AREAER) belirtilen dört göstergeye dayanmaktadır. Bunlar; sermaye hesabı işlemlerine ilişkin kısıtlamalar, cari hesap işlemlerine ilişkin kısıtlamalar, ihracata ilişkin teslim ve iade gereklilikleri ve çoklu döviz kuru uygulamalarının varlığıdır. Ülkelerin sermaye hesabı serbestisini ölçen endekse göre ülkeler -2,5 ile +2,5 arasında bir puan almaktadırlar. Daha fazla finansal serbestliğe sahip olan ülkeler daha yüksek skora sahip olmaktadır (Yalta, 2010: 46).

Analizde yer alan değişkenlere ilişkin açıklama Tablo 1'de aktarılmaktadır.

**Tablo 1: Değişkenler**

Değişken	Açıklama
PFYD	Portföy yatırımlarındaki değişim
OPEN	Finansal serbestlik endeksi

İlgili değişkenler kullanılarak, sermaye kontrolü ile net portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını sınamak üzere VAR (Vector Auto Regression) modelinden yararlanılmıştır. Bu tercihte VAR analizinin çok fazla varsayıma (özellikle de değişkenlerin içsel-dışsallığına yönelik) gerek duymadan, değişkenler arasındaki ilişkilerden hareketle, politika önerilerinde bulunabilmeyi ve doğru tahminler yapabilmeyi mümkün kılması (Freeman vd., 1989: 857; Kumar vd., 1995: 365) etkili olmuştur. VAR analizini takiben Granger nedensellik testi ile değişkenler arasındaki nedenselliğin yönü tespit edilmekte daha sonra etki tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırması analizleri gerçekleştirilmektedir.

## 7. Birim Kök Testi ve Model

VAR analizi, değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü ve derecesini tespit etmek amacıyla kullanılmaktadır. Analize başlanmasından önce serilerin durağanlıkları Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testi aracılığıyla araştırılmıştır. Tablo 2’de yer alan birim kök testi sonuçlarından hareketle araştırma kapsamında kullanılan portföy yatırımları değişkeninin düzeyde [I(0)] ve finansal serbestlik endeksinin ise birinci düzeyde [I(1)] durağan oldukları anlaşılmaktadır.

**Tablo 2: ADF Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişken	Sabitte	Sabitte ve trendde
	t-istatistiği	t-istatistiği
PFYD	I(0) -6.1454***	I(0) -6.2892***
OPEN	I(1) -5.7034***	I(1) -5.6307***

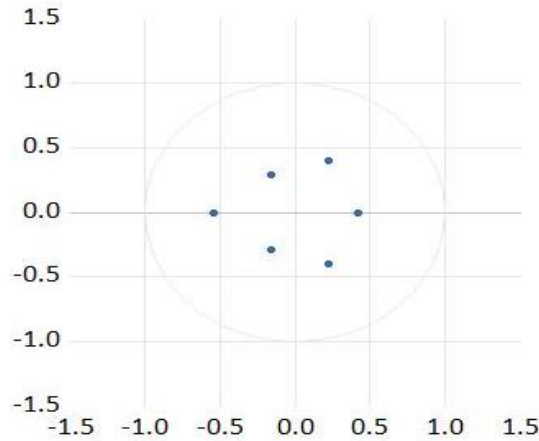
\*\*\* %1’de anlamlı.

Durağanlığın sağlanmasından sonra finansal kontrol endeksi ve sermaye yatırımları arasındaki ilişkiyi tespit etmek üzere VAR modeli kurulmuş ve kurulan model 1 numaralı eşitlikte aktarılmıştır.

$$PFYD_t = \alpha + \sum_{j=1}^k B_j PFYD_{t-j} + \sum_{j=1}^k C_j OPEN + u_t \quad (1)$$

VAR modelinde öncelikle bilgi kriterlerine uygun gecikme uzunluğunun (k) seçilmesi gerekmektedir. Çalışmada yıllık verilerin kullanılması ve araştırma döneminin uzun olmaması nedeniyle en yüksek 4 gecikme uzunluğuna ve Akaike (AIC) bilgi kriterine göre otokorelasyon ve değişen varyans problemi içermeyen en uygun gecikme uzunluğu 3 olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda 3 gecikme uzunluğuna göre gerçekleştirilen birim kök sınaması sonuçları Şekil-1’de aktarılmaktadır.

**Şekil-1: Birim Kök Sınaması**



Şekilde aktarıldığı gibi ters birim kökler birim çemberin sınırları içerisinde yer almaktadır. İlgili doğrultuda modelin istikrarlı olduğu ifade edilebilir. AR karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisindeki yerleri modelin durağan olduğunu göstermektedir (Çögürçü, 2015: 253).

**Table 3: VAR Otokorelasyon LM Testi**

Gecikme	Rao F-istatistiği	Olasılık değeri
1	0.918159	0.4615
2	0.381187	0.8209
3	0.275758	0.8921



**Table 4: VAR Değişen Varyans Ortak (Joint) Test Sonucu**

Ki-kare	Olasılık değeri
44.97889	0.1450

Tablo 3 ve Tablo 4'te yer alan sonuçlara göre modelde değişen varyans ve otokorelasyon problemleri bulunmamaktadır.

### 8. Granger Nedensellik Testi

Zaman serisi analizlerinde değişkenler arasındaki kısa dönem nedensellik ilişkisini araştırmak üzere kullanılan en yaygın yaklaşım Granger nedensellik analizidir (Ahmad, 2015: 129). Granger nedensellik ilişkilerinin araştırılmasında VAR yöntemi uygun bir modelleme aracı olmaktadır. Bu kapsamda gerçekleştirilen Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 5'te sunulmaktadır.

**Tablo 5: Granger Nedensellik Testi Sonuçları**

H <sub>0</sub> Hipotezi	F-istatistiği	Olasılık Değeri
Portföy yatırımları finansal serbestliğin nedeni değildir.	0.3901	0.9423
Finansal serbestlik portföy yatırımlarının nedeni değildir.	16.8405	0.0008

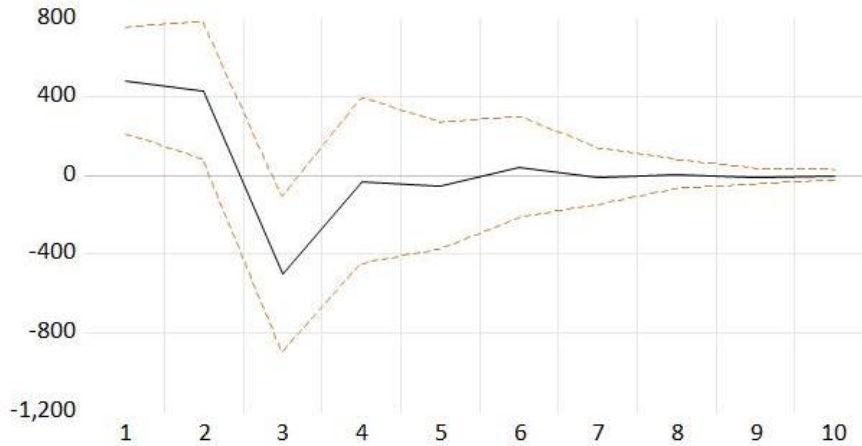
Granger nedensellik testi sonuçlarına göre finansal serbestlik endeksinin portföy yatırımlarındaki değişimin nedeni olmadığına yönelik boş hipotez %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. İlgili kapsamda, finansal serbestlik endeksinden portföy yatırımlarına doğru tek yönlü bir nedensellik bulunduğu anlaşılmaktadır.

### 9. Etki-Tepki Fonksiyonu ve Varyans Ayırıştırması

Birim kök içermeyen, değişen varyans ve otokorelasyon problemleri söz konusu olmayan VAR modeli kapsamında etki-tepki fonksiyonlarının incelenmesi uygundur.

Etki-tepki fonksiyonları, rassal hata terimlerinden birindeki bir standart sapmalılık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisini yansıtmaktadır (Özgen ve Güloğlu, 2004: 97). Etki-tepki fonksiyonları sonucu Şekil 2'de yer almaktadır.

**Şekil 2: Etki-Tepki Fonksiyonu  
(Portföy Yatırımlarındaki Değişimin Finansal Serbestlik Endeksindeki Değişime Karşı Tepkisi)**



Etki-tepki fonksiyonu sonuçları, finansal serbestlik endeksinde ortaya çıkan bir birimlik şokun portföy yatırımlarındaki değişim üzerinde pozitif bir etki yarattığını göstermektedir. Diğer bir

deyişle finansal serbestleşme portföy yatırımlarını arttırmaktadır. Söz konusu pozitif etkinin büyüklüğü üçüncü döneme kadar giderek azalan bir şekilde gerçekleşmekte ve üçüncü dönemden sonra ise bu etki ortadan kalkmaktadır. Çalışmanın çıktılarının, finansal serbestliğin artması durumunda sermaye girişlerinin anlamlı biçimde arttığını tespit eden ve literatür kısmında aktarılan Mercado ve Park (2011)'in çalışmalarıyla benzerlik gösterdiği belirtilebilir. Ayrıca sermaye kontrollerinin sermaye hareketlerini azalttığını vurgulayan De Gregorio ve diğerleri (2000), Forbes ve diğerleri (2016) ile Magud ve diğerlerinin (2018) araştırma sonuçlarıyla da tutarlılık göstermektedir.

Etki-tepki fonksiyonu yoluyla bir iktisadi değişkenin bir politika aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağı tespit edilmektedir (Sarı, 2007: 17). Bu kapsamda finansal serbestlik endeksinin sermaye yatırımı çekmek bakımından etkili olduğu belirtilebilir. Varyans ayrıştırması aracılığıyla ise bir iktisadi değişken üzerinde en fazla etkili olan değişkenin tespiti mümkün olabilmektedir. Varyans ayrıştırması, içsel değişkenlerden birisindeki değişimi, tüm içsel değişkenleri etkileyen ayrı ayrı şoklar olarak ayırır. Böylece varyans ayrıştırması, sistemin dinamik yapısı hakkında bilgi verir. Varyans ayrıştırması, her bir rassal şokun gelecek dönemler için öngörünün hata varyansına olan etkisini tespit etmeyi hedeflemektedir (Sarı, 2007: 17). Çalışma kapsamında gerçekleştirilen varyans ayrıştırması sonuçları Tablo 6'da belirtilmektedir.

**Tablo 6: Varyans Ayrıştırması**

Period	FKOPEN	PFYD
1	32.05917	67.94083
2	45.87769	54.12231
3	56.04344	43.95656
4	55.80807	44.19193
5	55.88286	44.11714
6	55.92674	44.07326
7	55.92020	44.07980
8	55.92151	44.07849
9	55.92263	44.07737
10	55.92255	44.07745

Tablo 6'ya göre 2. dönemde portföy yatırımlarında meydana gelen değişimlerin %45,8'i finansal serbestlik endeksinden kaynaklanmaktadır. Bu oran, etki-tepki fonksiyonuna göre etkinin kaybolduğu 3. dönemde %56 düzeyine ulaşmaktadır.

## 7. Sonuç

1997'de ortaya çıkan Asya krizinden sonra Güney Kore, Tayland ve Endonezya gibi ülkeler Uluslararası Para Fonu'nun önerdiği şekilde döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması, faiz oranlarının arttırılması, sıkı maliye politikaları, finansal piyasaların yabancılara açılması, sorunlu bankalar ile diğer kurumların kapatılması gibi ortodoks istikrar tedbirlerini uygulamaya koymuştur. Malezya ise sermaye hesabı işlemleri üzerinde sıkı kontroller, sabit döviz kuru, faiz oranlarının düşürülmesi gibi bu önerilerin tam tersi önlemleri uygulamıştır. Krizin Malezya ekonomisi üzerinde yarattığı etkileri hafifletmek üzere 1 Eylül 1998'de Başbakan Mahathir Mohammad sermaye kontrolü uygulamasını başlattıklarını açıklamıştır (The Straits Times, 2015; Mitchell ve Joseph, 2010: 460).

Söz konusu kontrol politikalarının krizden çıkışta başarılı sonuçlar doğurduğu yazında yoğunlukla belirtilmektedir. Ancak kontrol politikalarının sermaye yatırımları üzerinde ortaya çıkardığı etkiler bakımından farklı sonuçlarla karşılaşılmaktadır. Örneğin Magud ve diğerleri (2018), Malezya'nın da içinde bulunduğu ülke grubu için gerçekleştirdikleri analiz sonucunda sermaye çıkışı üzerindeki kontrollerin, sermaye çıkışlarını azalttığını bulgulamıştır. Diğer

tarafından Inoguchi (2009) ise vergisel tedbirler sonucunda sermaye çıkışlarının arttığını tespit etmiştir.

İlgili tartışmalar çerçevesinde Malezya'da uygulanan kontrol politikalarının sermaye yatırımları üzerindeki etkileri bu çalışmanın içeriğini oluşturmuştur. 1980-2016 dönemine ait yıllık verilere dayalı olarak yapılan grafiksel gözlemlere göre kontrol dönemindeki net portföy hareketlerinin genel olarak pozitif gerçekleştiği anlaşılmıştır. Doğrudan yatırımlar ise kontrol döneminde azalma eğiliminde olmuştur.

Çalışma kapsamında finansal serbestlik endeksi ve portföy yatırımlarındaki değişim verileri kullanılarak gerçekleştirilen nedensellik testi sonuçlarına göre finansal serbestlik endeksinden portföy yatırımlarındaki değişime yönelik tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Etki-tepki fonksiyonu sonuçlarına göre finansal serbestlik endeksindeki bir değişim portföy yatırımlarını pozitif etkilemektedir. Buna göre kontrollerin gevşetilmesinin (finansal serbestinin) portföy yatırımlarını artırıcı bir etki doğurduğu ifade edilebilir. Bu sonuç, sermaye kontrolünün uygulanmasının (finansal serbestinin azalması) portföy yatırımlarını anlamlı bir biçimde azaltacağı şeklinde de yorumlanabilir. Söz konusu çıktılar literatürde yer alan pek çok çalışmayla tutarlılık arz etmektedir (Mercado ve Park, De Gregorio ve diğerleri, Forbes ve diğerleri, Magud ve diğerleri).

Tasarruf açığı bulunan ekonomiler için yabancı sermayenin önemi göz önünde bulundurulduğunda, sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına yönelik uygulama sonuçlarının ayrıntılı olarak değerlendirilmesi gereği ortaya çıkmaktadır. Kontroller kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı portföy yatırımlarını azaltırken uzun vadeli sermaye yatırımları için de caydırıcı olabilecektir. Bu çerçevede çalışma kapsamında elde edilen bulgular, sermaye hareketlerine yönelik hedeflerin gerçekleştirilmesinde izlenecek politikalar bakımından politika yapıcılara öngörülebilirlik sağlayabilecektir. Sonuçların çalışmada ele alınan ülke için geçerli olduğu, konunun farklı ülke uygulamaları ve teknikler yoluyla analiz edilmesinin konuya ilişkin değerlendirmeleri güçlendirecektir.

### **Kaynakça**

- Abdelal, R. ve Alfaro, L. 2003. Capital and Control: Lessons from Malaysia. *Challenge*, 46(4), 36–53.
- Ahmad, F. 2015. Determinants of Savings Behavior in Pakistan: Long Run - Short Run Association and Causality. *Timisoara Journal of Economics and Business*, 8(1), 103–136.
- Baba, C. ve Kokenyene, A. 2011. *Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s* (IMF Working Paper No. WP/11/281).
- Bang Vu, T. 2005. *Capital Controls: The Case of Malaysia and Lessons for Vietnam* (East-West Center Working Papers No. 19). Honolulu.
- Chinn, M. D. ve Ito, H. 2006. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), 163–192.
- Çögürücü, İ. 2015. Türkiye’de Kredi Kartı Harcamaları Ve Vergi Gelirleri İlişkisi: Vektör Otoregresif Model İle Analizi (2007-2015). *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 20(4), 241–260.
- De Gregorio, J., Edwards, S. ve Valdés, R. O. 2000. Controls on Capital Inflows: Do They Work? *Journal of Development Economics*, 63(1), 59–83.
- Desai, M. A., Foley, C. F. ve Hines R., J. J. 2006. Capital Controls , Liberalizations , and Foreign Direct Investment. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1433–1464.
- Forbes, K., Fratzscher, M., Kostka, T. ve Straub, R. 2016. Bubble Thy Neighbour: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls. *Journal of International Economics*, 99(2016), 85–104.
- Forbes, K., Fratzscher, M. ve Straub, R. 2013. *Capitals Controls and Macroeconomic*

- Measures: What Are They Good For?* (DIW Discussion Papers No. 1343). Berlin.
- Freeman, J. R., Williams, J. T., & Lin, T.-M. (1989). Vector Autoregression and the Study of Politics. *American Journal of Political Science*, 33(4), 842–877.
- Inoguchi, M. 2009. Did Capital Controls Decrease Capital Flows in Malaysia? *Journal of the Asia Pacific Economy*, 14(1), 27–48.
- Johnson, S. ve Mitton, T. 2003. Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67, 351–382.
- Kaplan, E. ve Rodrik, D. 2001. *Did The Malaysian Capital Controls Work ?* (NBER Working Paper Series No. 8142). Cambridge, MA.
- Kumar, V., Leone, R. P., & Gaskins, J. N. (1995). Aggregate and Disaggregate Sector Forecasting Using Consumer Confidence Measures. *International Journal of Forecasting*, 11, 361–377.
- Labán, R. M. ve Larraín, F. B. 1997. Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows? *Journal of International Money and Finance*, 16(3), 415–431.
- Li, J. ve Rajan, R. S. 2015. Do Capital Controls Make Gross Equity Flows To Emerging Markets Less Volatile? *Journal of International Money and Finance*, 59(2015), 220–244.
- Magud, N. E., Reinhart, C. M. ve Rogoff, K. S. 2018. Capital Controls: Myth and Reality. *Annals of Economics and Finance*, 19(1), 1–47.
- Mercado, R. V. ve Park, C.-Y. 2011. What Drives Different Types of Capital Flows and their Volatilities in Developing Asia? *International Economic Journal*, 25(4), 655–680.
- Mitchell, H. ve Joseph, S. 2010. Changes in Malaysia: Capital Controls, Prime Ministers and Political Connections. *Pacific Basin Finance Journal*, 18(5), 460–476.
- Montiel, P. ve Reinhart, C. M. 1999. Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s. *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 619–635.
- Özgen, F. B. ve Güloğlu, B. 2004. Türkiye’de İç Borçların İktisadî Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 31, 93–114.
- Prieto-Valdes, S. ve Soto, M. 1998. The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile? *Empirica*, 25(2), 133–164.
- Sarı, A. 2007. Faiz Kanalı Yoluyla Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmalarının İşlerliği. *Akademik Fener*, 5(8), 15–21.
- The Economist. 2013. Do Tobin Taxes Actually Work. <https://www.economist.com/blogs/economist-explains/2013/09/economist-explains-1>, (Erişim Tarihi: 10 Mart 2018).
- The World Bank. Foreign Direct Investment (Net Inflows). <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> (Erişim: 02.12.2021)
- Yalta, A. Y. 2010. Effect of Capital Flight on Investment: Evidence from Emerging Markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(6), 40–54.