

## SERMAYE HESABI LIBERALİZASYONU: TEORİK BİR İNCELEME

### *CAPITAL ACCOUNT LIBERALIZATION: A THEORETICAL REVIEW*

**Turgut TÜRSOY**

*Yakın Doğu Üniversitesi, İİBF, Bankacılık ve Finans Bölümü*

**ÖZET:** Bu çalışmada, sermaye hesabı liberalizasyonunun teorik temelleri araştırılmakta ve sermaye hesabı açıklığının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen literatür değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmenin ardından, çeşitli sermaye hesabı liberalizasyonu ölçüm teknikleri tartışılmaktadır. Literatürde ortaya konan ölçüm tekniklerinin değerlendirilmesi sonucunda birçok ülkenin önemli ölçüde sermaye hareketlerine yönelik olarak açıldığı anlaşılmaktadır. Buna rağmen bu çalışmada, literatürde ortaya konan ampirik çalışmaların sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyüme üzerinde güçlü ve belirgin bir etki yarattığı konusunda delil sağlayamadığı görülmektedir. Buna karşın liberalizasyon sonrası ülkelerdeki gelişimi inceleyen çalışmalar ise, sermaye hesaplarının açılmasının GSYİH'a üzerinde önemli bir etki yarattığını ortaya koymaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye hesabı liberalizasyonu ; Ekonomik büyüme ; Sermaye hesabı kısıtlamaları

**ABSTRACT:** *This paper surveys the theoretical principals of the capital account liberalization and evaluate the literature on the effects of capital account openness on economic growth. Following the evaluation of literature, various measurements of capital account liberalization are discussed. After reviewing various measurements it can be seen that most countries have, to a great extend, opened their accounts to capital flows. But this paper shows that the empirical studies failed to provide evidence that there is a strong and prominent effect of capital account liberalization on economic growth. Despite the empirical studies, experimental studies analyzing the developments after liberalization in countries found that opening the capital account has an important effect on GDP.*

**Keywords:** *Capital account liberalization ; Economic growth ; Capital account restrictions*

### **1. Giriş**

1997 yılında Asya'da ve daha sonraki dönemlerde de birçok ülkede ortaya çıkan krizler, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik ve finansal reformların tamamlanmasından önce finansal liberalizasyona gidilmesinin sakıncalarını gündeme getirmiştir. Ayrıca, finansal piyasaların gün geçtikçe daha fazla bütünleşmesi, ülkelere önemli kazanımlar sağlamakla birlikte bazı riskler de yarattığı anlaşılmaktadır. Özellikle zayıf finansal sistemlere sahip gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinde ortaya çıkan istikrarsızlıkların yarattığı sorunlar, yaşanan birçok krizle çok daha açık bir şekilde ortaya çıkmıştır. Diğer yandan, yukarıda belirtilen tüm olumsuz yönlerine karşın bir çok ülkenin sermaye hesaplarını açmış olması bu konunun enine boyuna tartışılması gereğini ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle

çalışmanın başlıca amacı, sermaye hesabı liberalizasyonu ardındaki temel düşüncenin ve ekonomik büyüme üzerindeki olası etkisinin anlaşılmasını sağlamaktır. Bununla birlikte sermaye hesabı liberalizasyonunun ölçümünde kullanılan sermaye kısıtlamalarının ve sermaye piyasası liberalizasyonunun ölçüm teknikleri de ortaya konmaktadır.

## 2. Sermaye Hesabı Liberalizasyonu

Ekonomik teori, serbest uluslararası sermaye hareketlerinin sermayenin veya kaynakların daha verimli bir şekilde tahsisini teşvik edebileceğini, risk çeşitlendirmesi için fırsatlar yaratabileceğini ve finansal gelişimin sağlanmasına yardımcı olabileceğini belirtmektedir (Edison, Klein, Ricci ve Slok, 2004: 221). Bu süreçten elde edilebilecek verimlilik artışının özellikle sermaye hesabının açılmasıyla birlikte finansal gelişimin ve çeşitlendirme olanaklarının artması aracılığı ile sağlandığı söylenebilmektedir. Genel olarak sermaye hesabı liberalizasyonu, hükümetler tarafından verilen bir karar olup ülkelerin sermaye hareketlerine kapalı bir rejimden, sermayenin serbestçe hareket edebileceği bir sisteme geçmesidir. Genelde sermaye hesabı liberalizasyonu literatürde iki konuyla özdeşleştirilmektedir. Bunlardan ilki, liberalizasyon sonrasında artan spekülasyon amaçlı yabancı yatırımların finansal piyasalarda yarattığı olumsuz etkidir. Bu etki zaten yakın zamanda ülkeler arasındaki sermaye hareketlerine yönelik *tobin vergisinin* uygulanması konusunu gündeme getirmiştir. İkinci konu ise literatürde geniş ölçüde yer alan uluslararası risk paylaşımının kazanımlarıdır. Genellikle akademik çalışmalar sermaye hesabının açılmasıyla uluslararası risk paylaşımı olanağını yaratılması konusuna odaklanmakta ve bu açılımın özellikle servet artışı yarattığına yönelik genel bir kanaat bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için sermaye hesabı liberalizasyonu konusunda iki farklı politika seçeneği bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Solow'un öncülüğünü yaptığı standart neoklasik büyüme modelinin ortaya koyduğu, sermayenin verimli tahsisinin sağlanmasını içermektedir. Neoklasik model kaynakların daha verimli tahsisininin sağlanabileceğini ortaya koymakla birlikte, söz konusu fon hareketinin sermayenin bol bulunduğu ülkelere getirinin yüksek fakat sermayenin kıt olduğu ülkelere doğru olacağını öngörmektedir. Böylece sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin, bu ülkelerde sermaye maliyetini azaltacağını ve bu durumun geçici olmasına karşın yatırımları ve ekonomik büyümeyi artırmakla yaşam standartını sürekli bir biçimde yükseltebileceğini ortaya koymaktadır (Fisher, 1998, 2003; Obstfeld, 1998; Rogoff, 1999; Summers, 2000) (Henry, 2006: 1). Fakat, söz konusu ülkelerde piyasa entegrasyonunun yetersiz ve sigortacılık piyasasının gelişmemiş olmasının uluslararası risk paylaşımı konusundaki kazanımların elde edilmesini zorlaştıracağı veya engeleyeceği düşünülmektedir (Bekaert, Harvey ve Lundblad, 2006: 371). İkinci seçenek ise, ülkeler arasında kısıtlamaların azaltılması sonucunda uluslararası ticaretin önemli derecelerde artırılmasının potansiyel kazanımların elde edilmesine yardımcı olacağına dayanmaktadır. Her iki seçeneğin de daha etkin bir kaynak tahsisi sağlayacağı konusundaki düşüncelerden dolayı geçtiğimiz yirmi hatta otuz yıllık dönemde birçok ülke sermaye hesabı liberalizasyonu uygulamalarını hayata geçirmiştir. Türkiye'de dünyayla paralel olarak, 1980 sonrasında bu tür uygulamalara adım adım geçmiştir<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Türkiye'nin sermaye hesaplarının liberalizasyonu 1980'li yıllarda uygulanan ekonomik ve finansal reformlarla birlikte yürürlüğe girmiş ve 1989 yılında tamamlanmıştır. Liberalleşme

Neoklasik perspektifte ortaya konan sermayenin etkin bir şekilde tahsisi sonucunda elde edilebilecek kazançların tahmini, ancak bir ekonomik bozulma yaşanmaması durumunda tutarlılık göstermektedir. Fakat, son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde meydana gelen bozulmalar veya krizler, neoklasik modelin teorik tahminleri ile gerçekte oluşan sonuçların farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Özellikle bu görüş, Rodrik (1998) tarafından ortaya konmakta ve ülkelerin sermaye hesabı açıklığı ile yatırım miktarları veya büyüme oranları arasında bir korelasyonun olmadığını göstermektedir. Ayrıca Rodrik (1998) sermaye hesabının açılması sonucunda elde edilebilecek kazançların ortaya konmadığını, fakat zararlarının özellikle yükselen piyasalarda ortaya çıkan krizlerin kanıt teşkil ettiğini belirtmektedir. Örneğin, 1996 yılında beş Asya Ekonomisinde (Güney Kore, Endonezya, Malezya, Tayland ve Filipinler) net olarak 93 milyar dolar özel sermaye girişi, bir yıl sonra ise 12,1 milyar dolar olarak hesaplanmış sermaye çıkışı olduğu ve toplamda bu ülkelerden bir yıl içerisinde geriye dönüş yapan sermaye miktarının 105 milyar dolar olarak gerçekleştiği gözlenmiştir (söz konusu bu değer bu ülkelerin GSYİH'larının toplamının yüzde 10'undan fazladır) (Rodrik, 1998: 2). Sonuçta bu beş ülkede önemli oranda sermaye çıkışının yaşanması istenmeyen sonuçlar yaratmıştır. Rodrik (1998), sermaye hareketlerinin yaratacağı olumlu ve olumsuz tüm etkilerin göz önüne alındığında şu anki mevcut sistemin ülkeleri nereye götüreceği konusunda yaptığı açıklamada, finansal piyasaların topluca harekete, paniklere, bulaşmaya ve aşırı şişkinlik ve patlama döngüsüne eğilimli bir şekilde olduğu gerçeğinin anlaşılması gerektiğini ve sonuçta bunların uygun makroekonomik politikalarla ve finansal standartlarla azaltılabileceğini ancak tamamen ortadan kaldırmayacağını belirtmekte, bu durumun hem yerel hemde uluslararası finansal piyasalar için de geçerli olduğunu ortaya koymaktadır.

Yukarıda belirtildiği gibi literatürde sermaye hesabının açılışının potansiyel kazanımları konusu dışında, sermaye hesabı liberalizasyonunun olası pozitif sonuçları ile ilgili kuşku da bulunmaktadır; ancak literatürde genel olarak bu konuda yapılan çalışmalara bakıldığında zaman zaman liberalizasyonun yaratacağı olumsuz etkileri inceleyen pek fazla çalışma bulunmamaktadır. Literatürde, sermaye hesabı liberalizasyonunun maliyetleri konusunda yapılan analizlerin kısıtlı olması, buna karşılık liberalizasyonun uzun dönemli ekonomik büyüme ve gelişim üzerinde etkisine dair yaygın bir şekilde araştırmaların yapılması, bu konuda yapılan çalışmaları, sermaye hesabı liberalizasyonu ile ekonomik büyüme arasındaki ampirik ilişkinin ortaya koymasına yönelmektedir (Edison, Klein, Ricci ve Slok 2004: 236). Örneğin Eichengreen (2001) tarafından yapılan çalışmada liberalizasyonun büyüme üzerindeki etkisinin literatürde kesin bir sonucunun bulunmadığı belirtilmektedir (Henry, 2006: 1). Bunun yanı sıra Edison, Klein, Ricci ve Slok (2004), liberalizasyon konusunda yapılmış 10 çalışmayı incelemekte ve sadece üç çalışmanın liberalizasyonun büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğunu belirtmektedir (Henry, 2006: 1). Bununla birlikte Prasad, Rogoff, Wei ve Kose; Edison ve diğerlerinin yapmış olduğu çalışmayı genişletmek suretiyle bu kez 14 araştırmayı değerlendirmekte ve sonuçta sadece yine üç çalışmada uluslararası finansal entegrasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ortaya

---

süreci, 1980'den sonra 28 ve 30 No'lu kararnamele başlatılmış ve bu kararname uyarınca Aralık 1983 ve Temmuz 1984'te uygulanmaya konmuştur (TCMB, 2002: 16). Söz konusu bu iki kararnamelerle liberalizasyon süreci kısmen de olsa gerçekleştirilmiş ve 1989 yılında ise bu süreç 32 No'lu kararname ile tamamlanmıştır.

koymaktadırlar (Henry, 2006: 1). Böylece Prasad ve diğerlerinin yapmış olduğu incelemede finansal küreselleşmenin yüksek oranda bir ekonomik büyümeye neden olacağına ilişkin güçlü ve belirgin bir örneğin bulunmadığını ortaya koymaktadır. Yukarıda bahsi geçen çalışmaların büyük çoğunluğu ülkelerarası regresyon modelleri olup, ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasındaki pozitif korelasyona bakmaktadırlar. Burada ortaya çıkan temel problem, özellikle temel iki düşünceden bir tanesi olan neoklasik yaklaşımın bu tarz analizlerin yapılmasına olanak tanıyan bir teorik altyapı sağlayamamasıdır (Henry, 2006: 3). Ayrıca bu model, sermaye hesabı açıklığı ile uzun dönemli ekonomik büyüme oranı arasındaki “cross-sectional” analizlerde korelasyon hakkında bir tahmin vermemekte ve bir nedensellik ilişkisi önermemektedir. Fakat Neoklasik model, sermayeye ihtiyaç duyan ülkelerin sermaye hesabı liberalizasyonunu gerçekleştirmeleri süretiyle GSYİH’nin kişi başına payının büyüme oranının geçici olarak artacağını ortaya koymaktadır (Henry, 2006: 3). Bu düşünceyle birlikte geçici artan büyüme oranının özellikle ülkelerin yaşam standartlarının artışında kalıcı bir etki yaratacağı varsayılmaktadır.

Sermaye hesaplarının ülkeler boyunca büyüme üzerindeki kalıcı etkisini araştıran çalışmalara karşılık, *politika – tecrübesi* kategorisinde yapılan çalışmalar, bir ülke içerisindeki sermaye hesabı açılmasının kalıcı bir ekonomik etki yarattığını ve ayrıca ekonomik büyüme üzerinde değil, aynı zamanda sermaye maliyeti ve yatırımlar üzerinde de olumlu katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle Politika - Tecrübesi yaklaşımı, hükümetlerin ilk kez yabancıların yerel sermaye piyasalarından hisse senedi alabilmesine izin vermesine odaklanmaktadır. Birçok ülke tarafından bu tür politika değişimleri özellikle 1980’li yılların sonlarında ve 1990’lı yılların başlarında gerçekleştirilmiştir. Henry (2000a), 1986-1991 yılları arasında 12 adet yükselen ekonomi örneğinde, ülkelerin ortalama olarak reel dolar cinsinden yüzde 26’lık bir revalüasyon tecrübe ettiklerini ortaya koymaktadır (Henry, 2006: 25). Kim ve Singal (2000) ve Martell ve Stulz (2003) ayrıca liberalizasyon sonrasında veya birlikte menkul kıymetlerin fiyatlarında önemli bir artışın yaşandığını belirtmektedir (Henry, 2006: 25). Böylece bahsi geçen çalışmalarla birlikte incelenen ülke örneklerinin farklılığına bağlı olarak liberalizasyonun etkisi konusunda çok küçük farklılıklar ortaya çıkmakta ve politika deneyimine dayalı çalışmaların tümünde ortak düşüncenin liberalizasyonun sermaye maliyetini düşürdüğüne yönelik olduğu görülmektedir (Henry, 2006: 25). Liberalizasyon sonrası yatırımların ve GSYİH’nin değişimi özellikle neoklasik modelin tezini desteklemektedir. Bekaert, Harvey ve Lundblad (2005) her altı aylık dönemde GSYİH’nin yüzde 1 arttığını ortaya koymaktadır (Henry, 2006: 27). Gelişmekte olan ülkelerin kendi sermaye girişlerini serbestleştirmeleri durumunda GSYİH’nin kişi başına payının büyüme oranının artmasıyla birlikte sermaye maliyeti düşmekte ve yatırımlar artmaktadır (Henry, 2006: 27). Sonuç olarak reformların gözden geçirilmesi durumunda sermaye piyasası liberalizasyonunun hisse senedi fiyatları, temmetü getirisi, yatırımlar ve büyüme üzerinde belirli ve ekonomik bir etkiye sahip olduğu söylenebilir.

Sermaye hesabı liberalizasyonu konusunda belirtilmesi gereken önemli noktalardan birisi de sermaye hesabı liberalizasyonu sonucunda sermaye hareketlerinin tiplerine göre ayırım yapılmasıdır. Bu noktada borç ve sermaye piyasasına yönelik fon hareketleri şeklinde bir ayırım yapılabilmektedir. Bu ayırımın yapılma nedeni ise yakın geçmişte birçok ülkenin kriz yaşamasının liberalizasyonun kriz yaratıp yaratmadığı

konusunda kuşkuları artırmış olması ve hangi sermaye türünün ülkeler için zararlı olabileceği konusunu gündeme taşımış olmasıdır. Son yıllarda yapılan çalışmalarla ülke dışından borçlanma olanaklarının artması ile birlikte kısa dönemli yabancı para cinsinden sermaye girişinin problemlere neden olabileceği düşüncesi yaygınlaşmıştır. Örneğin bankaların yurt dışından borçlanması sonucunda artan fonların daha sonraki dönemlerde kötü bir durum karşısında çekilmek istenmesi, bankalarda problem yaratabilmektedir. Buna karşılık sermaye piyasasında böyle bir durum karşısında satış olmakta ve sadece fiyatlara yansımaktadır. Burada özellikle kısa dönemli banka nakit akışlarının aniden yön değiştirmesi ve ülke dışına çıkışı tartışmaların odak noktasını oluşturmaktadır. Son dönemde yaşanan krizlerde, gelişmekte olan piyasalara yönelik banka kredilendirmelerinin sermaye piyasasına yönelik yatırımlardan daha değişken olduğu gözlenmektedir. Bu değişkenliğe örnek olarak Asya krizi verilebilir. 1996 yılında beş Asya ülkesine (Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland) toplamda 47.8 milyar dolarlık banka kredisi biçiminde sermaye girişi; 1997 yılında ise bu ülkelerden toplu olarak 29.9 milyar dolar sermaye çıkışı– yaklaşık olarak bir yıllık dönemde 80 milyar dolarlık ters dönüş gerçekleşmiştir (Baily, Farrell, ve Lund, 2000: 100). Baily, Farrell ve Lund (2000) kriz yaşanan ülkelerde portföy yatırımlarının yarıya inmesine karşılık pozitif kaldığını belirtmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri genel olarak beş alt başlıkta toplanabilir: kamu ve kamu tarafından garantili borçlanma, garantili olmayan özel borçlanma, yabancı doğrudan sermaye, portföy yatırımları ve hibe veya bağışlar (ilk iki kategorinin toplamı tüm borçlanma hareketini göstermektedir) (Henry, 2006: 57). Ülke dışından borçlanabilme olanaklarının beş alt başlıktada arttığı varsayıldığında, yerel piyasalardaki firmaların dışardan borçlanma olanaklarının artması, yerel bankaların monopolistik kazançlarının azalmasına neden olacaktır. Buna karşılık firmaların dışardan fon sağlaması ise yerel piyasalarda rekabeti daha fazla artıracaktır. Tüm bu olumlu ve olumsuz yanlarına karşın sermaye hareketlerinin istenen kısmını teşkil eden portföy yatırımları ve yabancı doğrudan yatırımların miktarının artmasına karşılık, halen gelişmekte olan ülkelerin özellikle borç akımlarının ters dönmesi sonucunda oluşabilecek olumsuz duruma karşılık yüksek oranda zayıflıkları bulunmaktadır. Buradaki kritik olan nokta, uluslararası finansal sistemin özellikle sermaye piyasasına yönelik değil de daha fazla borçlanmaya yönelik istekli olmasıdır. Bu konuda literatürde altı çizilen önemli düzenlemelerden birisi de Basel'in ortaya koyduğu sermaye yeterliliği düzenlemeleridir. Basel I'e ilişkin bankaların sermaye yeterliliği rasyosu olarak riske göre düzeltilmiş aktiflerinin yüzde 8'ine karşılık bir kaynak tutmak durumunda kalmaktadırlar. Fakat Basel I sisteminin yarattığı problem, istemeyerek yükselen piyasalara yönelik kısa dönemli borçlanmayı artırmasıdır (Henry, 2006: 58). Buna karşın gelişmekte olan ülkelerde ve yükselen piyasalarda şeffaflığın eksik olması, yabancıların bu piyasalara yatırım yapma istekliliğini azaltmakta ve yatırımcı haklarının zayıf bir şekilde korunması sermayedarların sermaye piyasasına yatırım yapmaktan ziyade borç verme eğilimini artırmaktadır.

Buna karşılık, liberalizasyonun sözkonusu olmadığı dönemlerde finansal kısıtlamalar özellikle dışardan finansmanı, yerel kaynaklarla finansmandan daha pahalı kılmakta ve bu durum yatırımları piyasadaki mevcut nakit miktarına yönelik daha fazla duyarlı hale getirmektedir. Böylece sermaye piyasası liberalizasyonunun direkt olarak finansal kısıtlamaları ortadan kaldırması, yabancı sermayenin elde edilebilmesini olanaklı kılmakta ve dolaylı olarak da yabancı sermayenin özellikle yerel firmaların daha iyi bir

kurumsal yönetişime sahip olmasına yönelik bir baskı yaratmakta, hem içsel hemde dışsal finansman kaynaklarının maliyetini azaltabilmektedir (Bekaert, Harvey ve Lundblad, 2005: 1). Bu nedenle, hem finansal kısıtlamaların azaltılmış hemde risk paylaşımı olanaklarının artırılmış olması sermaye maliyetinin azalmasına katkıda bulunabilmektedir. Böylece bu düşünceye göre liberalizasyon öncesi negatif net şimdiki değere sahip projeler hükümetin sermaye kısıtlamalarını kaldırması ve yabancıların girişine izin vermesi sonucunda yapılabilecek duruma gelebilmektedir. Sonuç olarak liberalleşmiş bir ülkenin düşük seviyedeki sermaye maliyeti sonucunda sermayenin birikim oranını artırabileceği düşünülmektedir.

### **3. Sermaye Hesabı Liberalizasyonunun Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi**

Ekonomik teori, sermaye hesabı liberalizasyonunun ve uluslararası sermaye hareketinin oluşmasının önemli kazanımlar yarattığını ortaya koymakta ve bunlardan en önemlisinin ekonomik büyümeyi artırması olduğunu belirtmektedir (Obandan, 2005: 318). Genelde sermaye hesabı liberalizasyonu büyüme üzerindeki sözkonusu etkiyi birkaç yolla yaratmaktadır. Prasad, Rogoff, Wei, ve Kose (2004) bu etkiyi *direkt ve dolaylı* yollar olarak ayırmaktadır. Direkt yollarla ekonomik büyüme üzerinde yerel tasarrufların çoğaltılması, daha iyi risk paylaşımı ile sermaye maliyetinin düşürülmesi, teknolojinin transferi ve finansal sektörün gelişiminin sağlanması ile etkide bulunmaktadır. Dolaylı yollar ise ihtisaslaşmanın artırılması, daha iyi politikaların teşviği ve iyi politikalar konusunda sinyal verilmesi sonucunda sermaye girişinin artırılmasını içermektedir.

#### **3.1. Ekonomik Büyüme Etkileyen Direkt Kanallar**

##### **3.1.1. Yerel Tasarrufların Artışı**

Gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde her iki ülke grubu da kazançlı çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında zaman, bu ülkeler genellikle sermaye kıtlığı çekmektedirler. Liberalizasyonla birlikte sermayenin bu tür ülkelere akın etmesi, yatırımların artmasına yardımcı olabilmektedir. Fakat sermayenin kıt olduğu ülkelerde bu tür yatırımların artabilmesi için, yatırımlardan elde edilecek kazançların özellikle gelişmiş ülkelere daha yüksek olması gerekmektedir. Böylece gelişmiş ülkelerdeki fon sahipleri gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmakla daha fazla kazanç elde edebilmekte ve gelişmekte olan ülkeler de ihtiyaç duydukları sermayeye kavuşabilmektedir.

##### **3.1.2. Uluslararası Düzeyde Riskin Çeşitlendirilmesi ile Sermaye Maliyetinin Azaltılması**

Yabancı ve yerel yatırımcılar arasında risk paylaşımı olanaklarının artması, daha iyi bir risk çeşitlendirilmesi yapılmasına yardımcı olmaktadır. Çeşitlendirme için fırsatların artması, tasarruf sahiplerinin ve firmaların daha fazla yatırım yapmalarını teşvik edebilmekte ve bu artış ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyebilmektedir. Sermaye girişlerinin artmasıyla birlikte ayrıca yerel piyasalarda likidite artabilmektedir. Sermaye piyasaların daha fazla likit olması, firmaların özellikle sermaye artırımını için maliyetlerini azaltmaktadır. Sonuçta yatırım projeleri için sermaye maliyetlerinin azalması, yatırımların artmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca dışardan finansmanın ucuzlaması, firmaların daha iyi bir şekilde yönetilmek için çaba

göstermelerine neden olmakta ya da en azından bu tür sermayenin iyi bir şekilde kullanılması için fırsatları arttırmaktadır (Stulz, 2007: 14).

### **3.1.3. Teknolojinin ve Yönetimsel Becerilerin Transferi**

Finansal entegrasyon düzeyi yüksek olan ülkelerde sermaye artışının özellikle doğrudan yabancı sermaye ayağının yükselmesi, bu ülkelere ileri teknolojilerin ve daha iyi yönetim tekniklerinin gelmesine neden olmaktadır. Ülkelere yönelik ileri teknolojilerin ve yönetimsel becerilerin transferi verimlilik artışı yaratabilmekte ve bu artış ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkileyebilmektedir. Yabancı firmaların yabancı doğrudan sermaye adı altında satın aldıkları firmalara yeni teknolojileri ve yönetim tekniklerini getirmesi verimlilik artışı yaşanmasına neden olmakta ve böylece ekonomiler arasında bilgi aktarımı sağlanmış olmaktadır (Henry, 2006: 39).

### **3.1.4. Yerel Finansal Sistemlerin Gelişiminin Hızlandırılması**

Uluslararası portföy hareketleri yurtiçi piyasaların likiditesini, yabancı doğrudan sermaye ise yerel kurumların yabancı ortaklıklarını arttırmaktadır. Hem likiditenin hem de yabancı sahipliğin artmasının birçok kazancı bulunmaktadır. Örneğin yerel finansal sistemlerde yabancı banka iştiraklerinin artması, yurtiçi yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin uluslararası finansal piyasalara daha kolay bir şekilde erişim sağlamalarına yardımcı olmaktadır. Bunun yanı sıra yerel bankacılık sektöründe yabancı bankaların artışı, bu sektörde düzenleyici ve denetleyici alt yapının geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır. Ayrıca yabancı bankalar, yeni finansal araçlar ve teknikler sunabilmekte ve yerel piyasaların gelişimini hızlandırabilmektedir.

## **3.2. Ekonomik Büyümeyi Etkileyen Dolaylı Kanallar**

### **3.2.1. Uzmanlık Artışı**

Bilimsel literatürde, ülkelerde üretim süreci içerisinde uzmanlığın artırılmasının, üretkenliği ve ekonomik büyümeyi artırabileceği yönünde düşünceler bulunmaktadır. Buna karşın risk yönetimi için hiçbir mekanizmanın bulunmaması durumunda, yüksek oranda uzmanlaşmış üretim yapısı yüksek oranda üretim dalgalanmaları ve bununla birlikte yüksek oranda tüketim dalgalanmaları yaratabilmektedir (Prasad, Rogoff, Wei, Kose, 2004: 15). Artan dalgalanmalar göz önüne alındığı zaman ülkeler, büyümeyi geliştiren uzmanlaştırma aktiviteleri içerisine girmedi pek istekli olmamaktadırlar; çünkü, yüksek volatilité genellikle tüm tasarruf ve yatırım oranlarını düşürmektedir. Temelde finansal entegrasyon, ülkelerin uluslararası düzeyde risklerini çeşitlendirmelerine katkıda çok önemli bir rol oynamakta ve bu durum tüketimdeki dalgalanmaları azaltabilmektedir. Risk paylaşımı, dolaylı yollarda uzmanlaşmayı desteklemekte ve bu gelişim ekonomik büyümeyi artırabilmektedir.

### **3.2.2. Makroekonomik Politikalarının Gelişimi**

Hükümetlerin sermaye üzerindeki ağır vergi politikaları genellikle yatırımların miktarını azaltmakta ve bu durum ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilemektedir. Hükümetlerin sermaye hesabı liberalizasyonu sonucunda bu tür vergi politikaları uygulamalarını ortadan kaldırması, yatırımların artmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca ülkelerin liberalizasyon gerçekleştirmeleri, gelecekte yabancı yatırımcılara karşı daha dostane politikalar izleyeceğine yönelik olumlu sinyaller vermektedir. Örneğin, Kolombiya, Mısır, İtalya, Yeni Zelanda, Meksika, İspanya, Uruguay ve İngiltere'nin dahil olduğu birçok ülke, sermaye çıkışları önündeki sınırlamaları kaldırmalarından

sonra önemli derecelerde sermaye girişi yaşamışlardır (Prasad, Rogoff, Wei, Kose, 2004: 15).

#### 4. Sermaye Hesabı Liberalizasyonunun Ölçülmesi

Sermaye hesabı liberalizasyonunun ölçülmesi iki alt başlıkta incelenebilmektedir. Bunlardan ilki sermaye piyasası liberalizasyonu resmi tarihleri, ikincisi ise sermaye hesabı açılımıdır.

##### 4.1. Sermaye Piyasası Liberalizasyonu

Bu konuda liberalizasyonu ölçen birçok yöntem bulunmaktadır. Fakat önemli ayrım *de facto* ve *de jure* finansal açıklık veya liberalizasyon şeklinde yapılmaktadır. Ülkelerde sermaye hareketlerinde önemli değişimleri inceleyen Lane ve Milesi-Ferretti (2001) ve Edison ve Warnok (2003), özellikle yabancı yatırımcıların aktif/pasif oranlarına bakmakta ve bu çalışmalar *de facto* ölçümlere örnek teşkil etmektedir (Tablo 2.). *De facto* çalışmalara karşılık literatürde *de jure* olarak tanımlanan politika değişimlerini göz önüne alan araştırmalar da bulunmaktadır. *De jure* çalışmalara örnek olarak resmi liberalizasyon ve yoğunluk göstergeleri verilebilir.

**Tablo 1. Liberalizasyon Tarihleri**

	Resmi Liberalizasyon	İlk ADR	İlk Ülke Fonu	Liberalizasyon Yoğunluğu (ortalama)	IMF Sermaye Hesabı Açıklığı	Quinn Sermaye Hesabı Açıklığı Ortalama
<i>Arjantin</i>	1989	1991	1991	0,508	1993-	0,361
<i>Brazil</i>	1991	1992	1992	0,315		0,382
<i>Şili</i>	1992	1990	1989	0,195		0,382
<i>Kolombiya</i>	1991	1992	1992	0,306		0,403
<i>Yunanistan</i>	1987	1988	1988	0,502	1996-	0,674
<i>Hindistan</i>	1992	1992	1986	0,079		0,278
<i>Endonezya</i>	1989	1991	1989	0,228	1980-1995	0,632
<i>İsrail</i>	1993	1987	1992	0,000	1996-	0,438
<i>Malezya</i>	1988	1992	1987	0,432	1980-1995	0,597
<i>Meksika</i>	1989	1989	1981	0,462	1980-1981	0,479
<i>Yeni Zelanda</i>	1987	1983		0,611	1983-	0,826
<i>Pakistan</i>	1991	1994	1991	0,206		0,319
<i>Filipinler</i>	1991	1991	1987	0,292		0,278
<i>Portekiz</i>	1986	1990	1987	0,519	1993	0,646
<i>Güney Afrika</i>	1996	1994	1994	0,333		0,354
<i>İspanya</i>	1985	1988		0,722	1994-	0,681
<i>Tayland</i>	1987	1997	1985	0,180		0,375
<i>Türkiye</i>	1989	1990	1989	0,675		0,333

**Kaynak:** (Bekaert, Harvey ve Lundblad, 2005).

Yukardaki tabloda özellikle *de jure* ölçümler gösterilmekte ve önemli göstergelerden birisi de resmi sermaye piyasası liberalizasyonudur. Bu gösterge Bekaert ve Harvey (2002) tarafından ortaya konan birçok gelişmekte olan ülkenin önemli finansal, ekonomik ve politik olayların kronolojik olarak hazırlanan veri setine dayanmaktadır<sup>2</sup>. Ayrıca tabloda *ilk işarete* olarak tanımlanabilecek göstergeler de bulunmaktadır: ülke

<sup>2</sup> Bu konuyla ilgili olarak daha fazla bilgi Bekaert, G., Harvey, C.R., "A chronology of important financial, economic and political events in emerging markets", <[http://www.duke.edu/~charvey/Country\\_risk/couindex.htm](http://www.duke.edu/~charvey/Country_risk/couindex.htm)> sitesinden elde edilebilir.



fonunun ilk kez başlatılması, American Depositary Receipt<sup>3</sup> (ADR) ilan edilmesi ve son olarak resmi liberalizasyon tarihleridir. Ülke fonunun ilk kez başlatılması, bir yabancı yatırımcının ülke fonu aracılığı ile ilk kez yerel piyasaya girişinin sağlanması anlamını taşımaktadır. Örneğin bu konuyla ilgili olarak Tayland incelenebilir. Bekaert ve Harvey (2002), bu ülkenin resmi liberalizasyon tarihini Eylül 1987 olarak belirtmiştir. Bu tarih, ilk kez Thai Alien Board'un yabancılara doğrudan Tai Sermaye piyasasında işlem yapmalarına izin verdiği ayı göstermektedir. Fakat yabancılar, dolaylı olarak bu tarihten önce de işlem yapabiliyorlardı. Temmuz 1985'te Bangkok Fund LTD. ilk kez Londra Sermaye Piyasasında işlem görmüş, ayrıca Aralık 1986'da da Morgan Stanley tarafından Tayland Fonu ilan edilmiştir. Bununla birlikte Tayland ilk ADR'sini Ocak 1991'de ilan etmiştir. Resmi liberalizasyon tarihi 1987 olarak alınmasına karşılık ilk işaret 1985 tarihi olmuştur (Tablo 1). Son olarak bu tabloda sermaye piyasası liberalizasyonu ile sermaye hesabı liberalizasyonuna karşılık olarak sermaye hesabı açıklığını gösteren iki gösterge daha bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi IMF'nin bilgilerini ve diğeri ise Quinn (1997) ve Quinn ve Toyoda (2003) ortaya koydukları çalışmaları gözönüne alan göstergelerdir (Bekaert, Harvey ve Lundblad, 2005: 4). Sonuçta Bekaert, Harvey ve Lundblad (2005) tarafından yapılan çalışmada en çok 95 ülke incelemeye tabi tutulmuş ve liberalleşmiş ülkelerden oluşan örneklerin kullanılması sonucunda Bekaert ve diğerleri liberalizasyon sonrası dönemde yıllık reel GSYİH'nin artış hızının yüzde 1'den fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Tamamen liberalleşmiş ülkelerle liberalizasyon geçirmemiş ülkeler arasındaki büyüme oranı farkı örnek olarak alınan dönemde önemli bir fark göstermiş ve ortalama olarak bu fark yüzde 2.2 olarak gerçekleşmiştir (Bekaert, Harvey ve Lundblad, 2005: 4).

#### 4.2. Sermaye Hesabı Açılımı

1970 sonrasında özellikle finansal entegrasyonun dünyada önemli ölçüde artığının gözlenmesiyle bu durum bir takım ölçümleri de beraberinde getirmiştir. Bu ölçümler, sermaye hareketleri üzerine resmi kısıtlamaları ve fiili sermaye hareketlerine olan açıklığı içermektedir. Özellikle finansal entegrasyonun ölçülmesinde yaygın bir şekilde kısıtlama ve açıklık ölçümleri kullanılmaktadır (Bai, Zhang, 2005: 6). Açıklık göstergesi ülkeler bazında gerçekleşen sermaye hareketlerine bakılmak suretiyle ortaya konmaktadır. Weo, Prasad, Lane ve Miles-Ferretti açıklık ölçümü yaratarak ülkelerin açıklığını özellikle yabancı aktif ve pasiflerin stoklarının GSYİH'a oranına göre ölçmektedirler. Buna karşın resmi kısıtlamalar konusundaki çalışmaların büyük bir kısmı IMF'nin sürekli yayınlamakta olduğu "*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*" yada kısaca AREAER raporunda<sup>4</sup> bulunan bilgiler kullanılarak endeksler oluşturmaktadır. Temelde IMF'nin AREAER raporu ikiye ayrılmaktadır. Bu ayırım özellikle 1996 öncesi ve sonrası raporlama tarzına göre yapılmaktadır. Bu raporun 1996 öncesi versiyonunda tek değişkenli bir endeks yayınlanırken, 1996 sonrası yayınlanan raporda yeni bir raporlama sürecine geçilerek ayrıştırılmış endeksler yayınlanmaya başlanmıştır. Ayrıştırılmış endekslerin tek değişkenli endekle karşılaştırıldığında, özellikle sermaye hesabı liberalizasyonuna

<sup>3</sup> ADR, yabancı bir şirketin hisse senedine sahip bir yatırımcının güvenliğini temsil etmektedir. ADR'ler yabancı hisse senetlerinin A.B.D.'de işlem görmesine olanak tanımaktadır.

<sup>4</sup> Bu rapor 117 ülke için sınır ötesi sermaye hareketleri üzerindeki mevcut kontrolleri ortaya koymaktadır.

yönelik global eğilimlerin ve ülkelerin kendilerine has liberalizasyon süreçlerinin ortaya koyunmasında daha başarılı olduğu düşünülmektedir.

Sermaye kontrolleri literatürü içerisinde dile getirilen problemlerden birisi, ülkelerin sermaye hesapları konusunda güvenilir bir ölçümün eksikliğidir. Temelde sermaye kontrolleri birçok biçim alabilmekte ve bir ülke içerisindeki uygulanan kısıtlamaların izlenmesi ve doğru bir şekilde ortaya çıkarılması çok uzun bir süre alabilmektedir. Bunun yanı sıra ülkelerdeki sermaye kontrollerinin bir tek değişkenle gösterilmesinde yapılan birleştirme işlemlerinde de problemler ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca ülkelerde uygulanan sermaye kontrollerinin etkinliği, hükümetlerin bu kısıtlamaları uygulamaya yönelik isteklerine ve yeteneklerine de bağlıdır.

**Tablo 2. Alternatif Sermaye Kontrolü Ölçümleri**

	İsim	Bilgi Kaynağı	Kapsamı	Kodlama
<b>AREAER Bilgisine Dayanan Çalışmalar</b>	IMF Değişkeni	AREAER	Tüm IMF'ye üye ülkeler, 1976-1995 dönemi.	0/1 değişkeni ülkenin çıkışlar üzerinde kontrolü olup olmadığına bağlıdır.
	Johnston ve Tamirisa (1998)	AREAER	1996 yılına ait 45 ülkeyi kapsamaktadır.	Yeni AREAER içerisindeki tüm olası 0/1 Değişkenlerinin ortalamasını almaktadır.
	Rossi (1999)	AREAER	15 ülke, 1989-1997.	1997 için, işlemlerin ayrıştırılmış tüm kategoriler altındaki 0/1 değişkenlerini ortalaması alınmaktadır. 1989 için, üç olası değer 1997 yılındaki değerine yüksek mi, orta seviyede mi yoksa düşük mü olduğuna bağlıdır. Arasındaki yıllar içinse, eğer ülke adım adım bir değişime sahipse lineer interpolasyon yapılmaktadır.
	Brune ve Diğerleri (2001)	AREAER	173 ülke, 1973-1999	Ayrışmış beş kategorideki tüm 0/1 değişkenleri toplamaktadır.
	Quinn (1997)	AREAER	63 ülke, 4 yıl herkes için kullanışlı: 1958, 1973, 1982 ve 1988.	Sermaye hesapları ödemeleri ve alımları için, sınırlamanın şiddetine bağlı olarak 0 ve 2 arasında 0,5'lik bir artışla değer atanmaktadır.
	Miniane (2004)	AREAER	34 ülke, 1983-2000	Sermaye işlemleri hesabının 13 kategorisi altında tüm olası 0/1 değişkenlerin ortalaması alınmaktadır.
<b>De Facto (Füili) Ölçümler</b>	Edison ve Warnok (2003)	Standard and Poor's/IFC	25 Yükselen Ekonomi, 1988-günümüze kadar	Yabancı alımlara açılan yerel menkul kıymetlerin payını hesaplamaktadır.
	Lane ve Milesi-Ferretti (2001)	Yazarların kendi hesaplamalarına dayanmaktadır.	67 ülke, 1970-1998.	Portföy ve doğrudan yatırım aktiflerinin ve pasiflerinin GSYİH'a oranlarını hesaplamaktadır.

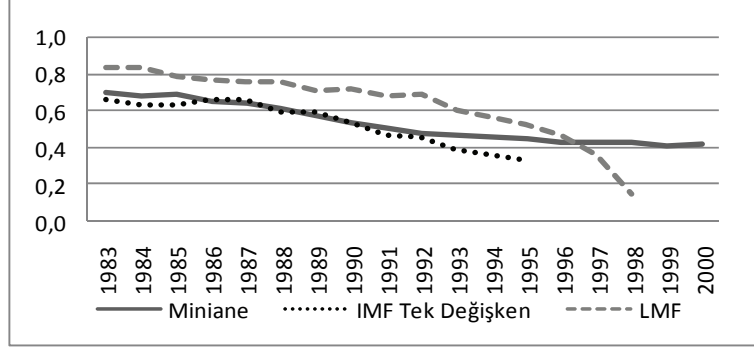
**Kaynak:** MINIANE, J. (2004). A New Set Of Measures On Capital Account Restrictions. *IMF Staff Paper*. Vol. 51, No. 2 yayımlanan çalışmadaki "Table 1. Summary of Alternatif Capital Control Measures" tablosundan yararlanılarak oluşturulmuştur, sayfa 278-279.

Sermaye kontrolleri için güvenilir bir endeksin bulunmaması, birçok çalışmayı sermaye kontrollerinin finansal fon hareketlerini etkilemeye yönelik yeteneklerini

belirlemeye yöneltmiştir. IMF'nin 1996 öncesi AREAER versiyonu tüm üye ülkeler için altı ayrı kategoride değişkenler sunmaktadır; bunlar: üye olan ya da olmayan ülkelerle birlikte iki yanlı ödeme anlaşmaları (takas yoluyla ticarete ödemeleri iki yanlı denkleştirme için yapılan anlaşma), cari işlemler hesabında ödemelere kısıtlamalar, sermaye işlemleri hesabında ödemelere sınırlamalar, ithalatta gümrük vergisine ek olarak alınan vergiler, ileri ithalat teminatı (munzam teminatı), ihracat kazancının yurduna geri gönderilmesine ilişkin düzenlemelerdir (Miniane, 2004: 277). Güvenilir sermaye kontrolleri ölçümü konusundaki eksikliğin giderilmesine çare olarak, IMF'nin AREAER'in 1996 versiyonuyla birlikte raporlama değiştirilmiştir. Yukarıda belirtilen kategorilerin her biri için yeni AREAER raporunda birtakım alt gruplara ait değişkenler sağlanmaktadır. Sermaye işlemleri hesabında, 13 tane alt kategori bulunmaktadır<sup>5</sup> (Miniane, 2004: 277). Ayrıca yeni raporlamada, sermaye girişlerine ve çıkışlarına yönelik kontrollerde yeni bir ayırım da yapılmaktadır. Böylece bu yeni raporlama, bazı araştırmacılar tarafından kullanılmaya başlanmış ve bu yazarlar ayrılmış AREAER sınıflandırmasını baz alarak sermaye kontrolü endeksi oluşturmuşlardır (tablo 2). Tablo 2'de gösterilen ilk ölçüm olan Barry Johnston ve Natalia Tamirisa'nın çalışması, yeni AREAER raporunun kullanılmasına yönelik trendin başlatılmasında öncülük etmiştir. Bu araştırmacılar, yeni AREAER içerisindeki tüm olası 0/1 değişkenlerini kullanarak, 45 ülke için endeksler oluşturmaktadır. Halen ortaya koydukları çalışma en ayrılmış *de jure* ölçümdür, fakat bu ölçüm sadece 1996 sonrası kapsamakla çok sınırlı kalmaktadır. Marco Rossi 1999 yılında ortaya koyduğu ölçümde ise, 15 ülkeden oluşan çok küçük bir örnek grubunun periyodu genişletilmeye çalışılmaktadır. Rossi, 1997 yılı için Johnston ve Tamirisa tarzında endeksler ve aynı şekilde 1989 yılı içinde "sübjektif" endeks oluşturmaktadır. Nancy Brune, Geoffrey Garnet, Alexandra Guisiner ve Jason Sorens'in 2001 yılında yaptıkları çalışmada ise ölçümlerinin kapsadığı yıllık periyod çok iyi olmakla birlikte, 1973-1999 yılları arasında 173 ülkeye ait veriler sağlamaktadır. Endeks 5 kategori altında 0/1 değişkenlerin toplanmasından elde edilmektedir. Yukarıda belirtilen AREAER'ı baz alınarak yapılan *de jure* çalışmalara paralel olarak, bazı araştırmacılar da sermaye hesabı açıklığına yönelik *de facto* endeksler oluşturmuşlardır. Örneğin Edison ve Warnock, 2003 yılında yaptıkları çalışmada, ülkelerde yabancılar tarafından alınmasına izin verilen menkul kıymetlerin toplam piyasa kapitalizasyonunun bu ülkelerdeki toplam piyasa kapitalizasyonuna oranını hesaplamaktadırlar. Bir başka *de facto* endeks, Lane ve Milesi-Ferretti (LMF) tarafından 2001 yılında ortaya koyulmuştur. Bu çalışmada ülkelerin net dışsal serveti, portföy ve direkt yatırım aktifleri ile pasiflerinin GSYİH'a oranından oluşan endekse dayanmaktadır. Miniane'nin 2004 yılında ortaya koyduğu çalışma ise, Johnston ve Tamirisa tarafından başlatılan ayrılmış AREAER'in verileri baz alınarak yapılan geleneksel ölçümler üzerine kurulmaktadır. Belirli bir biçimde AREAER içerisindeki bilgiler kullanılarak yapılan bu çalışmada 34 ülkeden oluşan örnek grubu 2000 yılından 1983'e kadar genişletilmekte ve böylece kapsanan periyod önemli derecelerde

<sup>5</sup> Sermaye işlemleri hesabıyla alakalı alt kategoriler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir: sermaye piyasası menkul kıymetleri, para piyasası enstrümanları, kolektif yatırım araçları, türev ve diğer enstrümanlar, ticari krediler, finansal krediler, garantiler, teminatlar ve finansal yedekleme araçları (financial backup facilities); doğrudan yatırımlar, doğrudan yatırımların likidasyonu, gayrimenkul işlemleri, bireysel sermaye hareketleri, belirli ticari bankalara ve diğer kredi kuruluşlarına tedbirler (provizyonlar); ve kurumsal yatırımcılara belirli provizyonlar.

artırılmış olmaktadır. Miniane (2004), ortaya konan yeni metodolojiye<sup>6</sup> göre ayrılmış endekslerin 1996 öncesi standart değişkene göre, sermaye hesabı liberalizasyonuna yönelik global eğilimlerin ve ayrıca ülkelerin kendilerine özgü liberalizasyon dönemlerinin izlenmesi konusunda daha iyi bir iş çıkardığını belirtmektedir.



Şekil 1. Global Endekslerin Gelişimi

Son çeyrek yüzyılda dünyanın büyük bir kısmında sermaye hesabı açıklığına yönelik eğilimler yavaş ama emin adımlarla ilerlemiştir. Bu global trendin gösterilmesi için Miniane'nin yapmış olduğu çalışmada ortaya koyduğu ayrıştırılmış endeksler, her ülke için yıllık bazda endekslerin basitçe ortalaması alınmak suretiyle hesaplanmakta; ayrıca Miniane (2004) yapmış olduğu çalışmada, IMF'nin tek değişkenli ve LMF ölçümlerinden birer global endeks daha oluşturulmaktadır (Şekil 1.). Şekil 1'de de görüldüğü gibi, Miniane global endeksi, belirgin ve sürekli bir düşüş trendini göstermektedir. Bu endeks, 1983 yılında yaklaşık 0,7'lik değerle tepe noktasından,

<sup>6</sup>1996 yılında ortaya konan yeni AREAER sermaye hesapları işlemlerinin 13 alt kategoriye ayrılmaktadır ve bahsi geçen bu çalışmada 14'üncüsü de aşağıda açıklandığı gibi eklenmektedir: **Sermaye piyasası menkul kıymetleri:** orijinal olarak bir yıldan daha uzun süre vadeye sahip hisse senetleri, bono, tahvil ve diğer menkul kıymetlerdir. **Para piyasası enstrümanları:** doğal olarak bir yıl yada daha az vade sahip menkul kıymetlerden oluşmaktadır, örneğin mevduat sertifikaları, hazine kağıtları v.b.. **Kolektif yatırım araçları:** hisse sertifikaları yada yatırımcının kolektif yatırımlarla ilgilenen bir kurumla (yatırım fonu) ilgilendiğine yönelik delil. **Türev ve diğer enstrümanlar:** yukarıdaki üç grup içerisine girmeyen diğer enstrümanları kapsamaktadır. **Ticari krediler:** uluslararası ticari işlemlerle doğrudan ilişkili olan operasyonları içermektedir. **Finansal krediler:** ticari krediler dışında kalanları kapsamaktadır. **Garantiler, teminatlar, ve finansal yedekleme araçları:** bir kontratın ödeneceğini taahhüt eden kıymetlerdir, örneğin teminatlar, kredi mektupları v.b.. **Doğrudan yatırımlar:** Doğrudan yatırımın likidasyonu yada kazançların ülkelere geri dönmesi. Gayrimenkul işlemleri. **Bireysel yada kişisel sermaye hareketleri:** bu çalışmada göz önüne alınmamaktadır. Bunun sebebi ise eski versiyon AREAER da bu konuda bilgi oluşturulmamasından kaynaklanmaktadır. **Ticari bankalara ve diğer kredi kuruluşlarına yönelik belirli provizyonlar:** bu kurumlara özel regülasyonları göstermektedir, örneğin parasal ve basiretli kontroller. **Kurumsal yatırımcılara yönelik belirli provizyonlar:** buna en geçerli örneklerden biri bu tür kurumların portföylerinde yabancı aktifleri tutmalarına yönelik sınırlamalardır. **Çok yönlü döviz kuru düzenlemeleri:** bunlar AREAER'in sermaye hesapları işlemlerinin alt ayırımına ait değildir, fakat bu çalışmada önemli bir sermaye kontrolü formu olarak kabul edilmektedir. AREAER sistematik olarak çok yönlü döviz kuru rejimleri hakkında bilgi sağlamaktadır.

1999-2000 yıllarında 0.41 değerine kadar düşmüştür. Endekslerin yıllar boyu azalma eğilimi göstermesi, ülkelerde sermaye kontrollerinin azaldığını göstermektedir. Burada belirtilmesi gereken önemli noktalardan biri de, global endekslerdeki azalma eğiliminin 1980'li yılların sonunda ve 1990'lı yılların başında hızlandığıdır. Bu azalma trendinin hızlanmasının nedeni, bu periyodun özellikle birçok Avrupa ve Latin Amerika ülkesinin kendi sermaye hesaplarını açtığı döneme denk gelmesidir. IMF'nin tek değişkenli ve LMF ölçümleri 1990'lı yılların ortasına kadar Miniane ölçüsüne paralel bir azalma eğilimi göstermektedir; fakat, 1990'lı yılların ortasından sonra bu iki ölçüm, Miniane endeksi ile kontrast bir eğilim göstermektedir.

**Tablo 3. Sermaye Kontrolleri Ölçümlerine Göre Ülkelerin Sıralanması**

Miniane	LMF	IMF Değişkeni
İngiltere	Singapur	Belçika
Hollanda	Hollanda	Kanada*
Kanada	Belçika	Almanya
İsviçre	İsviçre	Malezya
Almanya	İngiltere	Hollanda*
Danimarka	İsveç	Singapur*
Singapur	Kanada	İsviçre*
A.B.D.	Avustralya	İngiltere*
Norveç	Malezya	<b>A.B.D.</b>
İtalya	Danimarka	Avustralya
Japonya	Fransa	Japonya
Fransa	Finlandiya	Ekvador
Avusturya	Şili	Danimarka
Portekiz	İspanya	Fransa*
Avustralya	A.B.D.	İtalya*
İsveç	Norveç	Finlandiya*
Yunanistan	Almanya	Avusturya*
Belçika	Portekiz	İsveç
Finlandiya	Meksika	Portekiz*
İspanya	Kolombiya	Arjantin
Ekvador	Avusturya	İspanya*
Arjantin	İtalya	Norveç
Türkiye	Ekvador	<b>Brezilya*</b>
Kore	Brezilya	Şili
Malezya	Japonya	Kolombiya
Güney Afrika	Arjantin	Yunanistan
Meksika	Güney Afrika	Hindistan*
Filipinler	Filipinler	Meksika
Hindistan	Kore	Filipinler*
Kolombiya	Türkiye	Güney Afrika*
Brezilya	Hindistan	Türkiye*
Şili		

**Not:** Sıralamalar en açıktan en kapalıya doğru yapılmaktadır. IMF değişkeninin sıralaması içerisinde, ABD üstündeki ve ABD'ye kadar olan ülkeler bir grup, Brezilya altındaki ve Brezilya'ya kadar olan ülkeler ise bir başka grubu oluşturur.

**Kaynak:** TÜRSOY, T. (2005). *Finansal entegrasyonun Türk Bankacılık Sektörü üzerindeki etkisi ve AB bankacılığı ile karşılaştırmalı analizi*. Yayınlanmamış doktora tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 128.s.

Yukardaki tabloda ise ülkeler, Miniane ölçümüne göre sermaye hareketlerine en kapalı olandan en açık olana göre sıralanmaktadır. Bu tabloda tek değişkene ait sıralamada ABD'ye kadar olan ülkeler açık ve Brezilya altındaki tüm ülkeler ise

kapalı olarak nitelendirilmektedir. Tabloda üç ölçüm arasındaki sıralamanın birbirine oldukça benzer olduğu görülmektedir. Örneğin IMF'nin tek değişkenli hesaplamalarına göre yapılan sıralamadaki ilk grup (ABD'ye kadar olan ilk dokuz ülke) içerisindeki 5 ülke aynı şekilde Miniane ve LMF ölçümlerine göre yapılan sıralamalarda ilk dokuz ülke içerisinde bulunmaktadır (aşağıdaki tabloda bu ülkeler “\*” ile işaretlenmiştir). Tek değişkenli endeksin ortaya koyduğu ikinci ve üçüncü gruplar için tespit yapılacak olursa, sırasıyla 13 ülkeden 6'sı ve 10 ülkeden de yine 6'sı diğer iki ölçümde de aynı gruplar içerisinde bulunmaktadır. Başka bir deyişle, ölçümler hangi ülkenin açık veya kapalı yada orta derecede açık olduğu konusunda yakın bir sonuç ortaya koymaktadır.

## 5. Sonuç

İlk başta da belirtildiği gibi bu çalışmanın amacı, ülkelerin sermaye hesabı liberalizasyonu uygulamalarını hayata geçirmelerindeki temel düşüncenin ve literatürde sıkça irdelenen ekonomik büyüme ile ilişkisi konusundaki bulguların anlaşılmasını sağlamaktır. Bu kapsamda sermaye hesabı liberalizasyonu ölçüm teknikleri incelendiğinde, birçok ülkenin sermaye hesaplarını açtığı anlaşılmaktadır. Birçok ülkenin kısıtlamaları kaldırması veya azaltması literatürde belirtilen sermaye hesabı açılımının potansiyel kazanımları olduğu gerçeğini desteklemektedir. Bu noktada önemli olan unsur, bu açılımın potansiyel kazanımlarının ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin tartışılmasıdır. Böylece bu çalışmada sermaye hesabı liberalizasyonunun potansiyel kazanımlarının ve ekonomik büyüme üzerindeki etkinin ortaya konması ile birçok ülkenin bu uygulamaları hayata geçirmelerindeki temel düşüncenin anlaşılmasında önemli olduğu düşünülmektedir. Buna karşın sermaye hesabı liberalizasyonu ile ekonomik büyüme arasında ilişki kurmaya çalışan ampirik çalışmalar incelendiğinde, bu alanda tam anlamıyla bir fikir birliğinin olmadığı anlaşılmaktadır. Genel olarak bu çalışmalarda ekonomik büyüme ile açılım arasında bir ilişki olduğu konusunda çok fazla bir delil bulunmadığı belirtilmektedir. Sonuçta sermaye hesabı liberalizasyonu ile ekonomik büyüme konusunda yapılan ampirik çalışmaların gözden geçirilmesiyle birlikte literatürde beklenen sonuçları destekleyen çok fazla çalışmanın bulunmamasına yada yapılan çalışmaların sonuçlarının karışık olmasına rağmen, sermaye hesabı açıklığının ekonomik büyümeyi artırması dışında sağlayabileceği birtakım kazanımların da bulunduğu yönelik düşüncelerin de mevcut olduğu anlaşılmaktadır. Böylece yıllar boyunca ülkeler arasındaki sermaye hareketleri incelenecek olursa potansiyel kazanımlardan dolayı sermaye hareketlerinin önemli derecelerde arttığı gözlenmektedir. Ancak, bu düşüncelere karşılık literatürde, bu süreçten elde edilebilecek kazançların kısıtlı olduğu ve liberalizasyonun kazanımların tümünün de elde edilmesi imkanının bulunmadığını ortaya koyan çalışmalar da bulunmaktadır; ayrıca literatürde liberalizasyonun önemli risklerinin de bulunduğu yönelik bulgularda mevcuttur. Risk olarak görülen olguların özellikle bir maliyet unsuru olduğu düşünüldüğü zaman, bu sürecin sonuçları, herhangi bir istenmeyen durum karşısında ülkeler için çok maliyetli olabilmektedir. Sonuçta gerek ülke bazında gerekse uluslararası düzeyde bakıldığında ülkelerin sermaye hesaplarını açmaları sonucunda problem yaşamaları birçok istenmeyen maliyete yol açabilmektedir. Böylece sermaye hesabı liberalizasyonu sürecinde hem kazanımlarının hemde maliyetlerinin aynı zamanda gözönünde bulundurulmasının ve bunlara yönelik gerekli önlemlerin alınmasının, gelecekte yaşanabilecek istenmeyen durumların meydana gelmesini engelleyebileceği düşünülmektedir. Sermaye ihtiyacı duyan

ülkelerin sermaye hesabı liberalizasyonu sonucunda sermaye elde etmesi, bu sürecin literatürde kesin sonuçlarının olmamasına karşın birçok ülkenin neden bu tür uygulamaları hayata geçirdiklerini açıklamaktadır. Ampirik çalışmalara karşın, liberalizasyon sonrasında ülkelerdeki gelişimi baz alan çalışmalar, sermaye hesabı liberalizasyonunun kalıcı bir ekonomik etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadırlar. Sonuçta bu çalışmalarda hesapların açılımının GSYİH'da bir büyümeye neden olduğu tesbit edilmiş ve sermaye maliyetinin azalmasında önemli dercelerde etkili olduğu gözlenmiştir.

### Referanslar

- BAL, Y., ZHANG, J. (2005). Financial integration and international risk sharing. *Working paper*, Arizona State University.
- BEKAERT, G. (1995). Market integration and investment barriers in emerging equity market. *World Bank Economic Review*. No. 9, 75-107.ss.
- BEKAERT, G., HARVEY, C.R. (2000). Foreign speculators and emerging equity markets. *Journal of Finance*. Vol. 55 (2), 565-613.ss.
- BEKAERT, G., HARVEY, C.R., LUNDBLAD, C. (2005). Does financial liberalization Spur growth?. *Journal of Financial Economics*. No.77, 3-55.ss.
- BEKAERT, G., HARVEY, C.R., LUNDBLAD, C. (2006). Growth volatility and financial liberalization. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 25, 370-403.ss.
- BAILY, M.N., FARRELL, D., LUND, S. (2000). The Color of money. *Foreign Affairs*. Vol. 79, No. 2, 99-109.ss.
- EDISON, H.J., WARNOCK, F. (2003). A Simple measure of the intensity of capital controls. *Journal of Empirical Finance*. No. 10, 81-104.ss.
- EDISON, H.J., KLEİN M. W., RICCI, L.A., ve SLOK, T. (2004). Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis. *IMF Staff Papers*. Vol. 51, 220-256.ss.
- GRILL, V., MILESI-FERRETTI, G. M. (1995). Economic effects and structural determinants of capital controls. *IMF Staff Papers*. No. 42(3), 517-551.ss.
- HENRY, P. B. (2006). Capital account liberalization: theory, evidence and speculation. *NBER Working Paper*. No: 12698.
- LANE, P.R., MILESI-FERRETTI, G. (2001). The External wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries. *Journal of International Economics*. Vol. 55, 263-294.ss.
- MINIANE, J. (2004). A New set of measures on capital account restrictions. *IMF Staff Paper*. Vol. 51, No. 2.
- OBANDAN, M.I. (2006). Globalization of finance and the challenge of national financial sector development. *Journal of Asian Economics*. No. 17, 316-332.ss.
- PRASAD, E, ROGOFF, K, WEI, S, KOSE, M. A. (2004). Financial globalization, growth and volatility in developing countries. *NBER Working Paper*. No. 10942.
- QUINN, D.P. (1997). The Correlates of changes in international financial regulation. *American Political Science Review*. Vol. 91, 531-551.ss.
- QUINN, D.P., TOYODA, A.M. (2003). Does capital account liberalization lead to economic growth?: an empirical investigation. *Unpublished Working Paper*, Goergetown University.
- RODRIK, D. (1998). Who needs capital- account convertibility?. *Essay in International Finance*.
- STULZ, R.M. (2007). The Limits of financial globalization. Morgan Stanley Publication Vol: 19, No:1, 8-15.ss.
- Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. (2002) Ankara, TCMB.
- TÜRSOY, T. (2005). Finansal entegrasyonun Türk bankacılık sektörü üzerindeki etkisi ve AB bankacılığı ile karşılaştırmalı analizi. Yayınlanmamış doktora tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.