



Uluslararası Sermaye Kontrolleri, Avrupa ve Asya Ülkelerinin Sermaye Kontrolü Uygulamaları Üzerine Bir Literatür Araştırması

Samet GÜRSOY^{1*} , Ayhan KOÇ² 

¹Asst. Prof. Dr., Burdur Mehmet Akif Ersoy University, Bucak Zeliha Tolunay School of Applied Technology and Management, Department of Customs Business, Burdur, Turkey

²Dr., Turkey

Geliş Tarihi/Received: 20.08.2019
Kabul Tarihi/Accepted: 12.09.2019

Doi: doi.org/10.31200/makuubd.607876
Araştırma Makalesi/Research Article

ÖZET

Uluslararası piyasalarda 1929'dan 1970'lere kadar etkisini gösteren Keynesçi düşünce yapısının bir sonucu olan korumacı ve müdahaleci yaklaşım, artık yerini daha liberal ve dışa açık bir şekilde işleyen piyasalara bırakmıştır. Bu yaklaşım önceleri finansal sermaye ihtiyacı duyan az gelişmiş veya gelişmekte olan ekonomiler için bir can suyu niteliği taşıırken, daha sonraları sermaye giriş çıkışlarındaki ani dalgalanmalar ülkelerin makroekonomik değişkenleri üzerinde olumsuz sonuçlara sebep olmuştur.

Bu alanda daha önceki yapılan çalışmalara bakıldığında anlık sermaye hareketliliğinin ülkelerin reel döviz kurlarında, faiz oranları ve sermaye piyasaları üzerinde yüksek bir volatilité oluşturduğu, sonuçta buna bağlı olarak piyasaların finansal olarak daha kırılgan ve dışa bağımlı hale gelmesine neden olduğu görülmüştür. Bu nedenle ülkeler ortaya çıkan bu olumsuz durumu bertaraf etmek için sermaye kontrolü kuralları altında bir dizi düzenleme ve denetleme mekanizması geliştirmişlerdir. Bunlar içerisinde en yaygın yöntem Tobin vergisi uygulaması olup, birçok ülke tarafından farklı zamanlarda kullanılmıştır.

Bu çalışmada ise 1992 yılından günümüze kadar uygulanmış sermaye kontrolleri incelenmiştir. Genel olarak sonuçlara bakıldığında farklı ülkelerde uygulanmış sermaye kontrolleri kısmen başarı sağlamış olsa da Malezya ve Şili dışında birçok ülkede başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Birçok çalışmanın sonucunda ise; uygulamaların her ülkenin kendi ekonomik, finansal ve coğrafi dinamikleri dikkate alınarak yapıldığında başarıya ulaşmaya daha yakın olunacağı belirtilmiştir.

Anahtar kelimeler: Uluslararası Sermaye Akımları, Sermaye Kontrolleri, Sermaye Kontrolleri Uygulamaları.

International Capital Controls, A Literature Investigation on Capital Control Applications of European and Asian Countries

ABSTRACT

The protectionist and intrusive approach, which is a result of the Keynesian thinking that has influenced international markets from 1929 to 1970, has now been replaced by more liberal and openly functioning markets. While this approach was a lifeline for the underdeveloped or developing economies that previously needed financial capital, the sudden fluctuations in capital inflows cause to negative consequences on countries macroeconomic variables.

When the previous studies in this field are analyzed, it is seen that the instant capital movement creates a high volatility in the real exchange rates, interest rates and capital markets of the countries, and consequently causes the markets to become more fragile and dependent on foreign markets. Therefore, countries have developed a series of regulatory and supervisory mechanisms under capital control rules in order to eliminate this negative situation. The most common method among these is the application of Tobin tax and has been used by many countries at different times.

In this study, capital controls applied since 1992 were examined. Overall, although the results of capital controls implemented in different countries have been partly successful, they have failed in many countries except Malaysia and Chile. As a result of many studies; It is stated that the applications will be closer to success when each country's own economic, financial and geographical dynamics are taken into consideration.

Keywords: International Capital Flows, Capital Controls, Capital Control Applications.

1. GİRİŞ

Günümüzde uluslararası piyasalarda artan liberalizasyon politikaları ve hızla ilerleyen teknolojik gelişmeler sermaye hareketliliği kavramını da farklı boyutlara taşımıştır. Özellikle 1980 öncesi yıllarla kıyaslandığında artık sermaye; ülkelerin politik, ekonomik, sosyal hayatlarının planlanmasında daha sık kullandıkları bir araç olarak yer aldığını söylemek yanlış olmasa gerek. Sermayenin bu derece çabuk ulaşılabilir ve kaybedilebilir olması, sermayenin iyi yönetilmesi ve kontrolünün önemini daha da artırmıştır.

Ülkelerin ulusal ve uluslararası birçok girişim sonucunda elde ettikleri sermayelerinin kontrolleri ise yine ülkenin kendi iç düzenleyici ve denetleyici kurum ve kuruluşları tarafından yapılmaktadır. Özellikle son 25-30 yıldır sermayenin uluslararası bir boyut kazanması ile bu kontrollerin uluslararası derecelendirme kuruluşlarından etkilendiği ve politika yapıcılar tarafından ise zaman zaman dış değerlendirme dikkate alınarak yeni düzenlemeler yapıldığı gözlemlenmektedir.

Yapılan literatür çalışmalarına bakıldığında uluslararası sermaye hareketliliği daha çok, gelişimini tamamlamış ve belirli bir olgunluğa ulaşmış ülke ekonomilerinden sermaye ihtiyacı olan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere doğru hareket ettiği gözlemlenmiştir. Bu hareketlilik gelişmiş ülkeler grubu için yeni bir pazar ve daha yüksek kar maximizasyonu ile sonuçlanırken, gelişimini tamamlayamamış bir ülke piyasası için geçici bir getiri artışı yanında, kalıcı bağımlılık, yoksulluk ve muhtaçlık durumu doğurabilmektedir. Özellikle ülkelerde gerçekleşen finansal krizler sonrası oluşan bu durumun çözümüne dair birçok kontrol yöntemi denenmiş olup, farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu bağlamda bu çalışmada tarihsel süreç içerisinde uluslararası sermaye kontrollerinin uygulandığı ülkeler ve kontroller sonrası ortaya çıkan sonuçlar değerlendirilecek olup, ülkemizde uygulanabilirliği hakkında bir öngörü sahibi olunmaya çalışılacaktır.

2. LİTERATÜR DİZİNİ

Çalışmamızın temel amacı olan literatür taraması bölümünü dizayn ederken, daha önceki yapılan çalışmalar taranmış ve yapılan tüm çalışmalar için ortak bir paydada sınıflandırmanın bir hayli güç olduğu görülmüştür. Çünkü sermaye kontrolleri konusu daha çok Meksika (1994), Güney Doğu Asya (1997) Rusya (1998), Brezilya (1999), Türkiye (1994, 2001), Arjantin (2001) finansal krizleri sonrasında uygulandığı için bu konuda yapılan çalışmalarda genelde aynı tarihler arasında sıkışmıştır. Ayrıca sermaye kontrollerinin farklı gelişmişlik düzeyindeki ülkeler üzerinde uygulanması ve en önemli kısıt olan krizin (Asya krizi) bölgesellik göstermesi kontrol uygulamalarının da ortak bir paydada sınıflandırılmasını zorlaştıran sebeplerden biri olarak karşımıza çıkmıştır. Bu bağlamda çalışmamızda tarihsel süreç dikkate alınarak bir sınıflandırma yoluna gidilmiştir.

Bu alanda yapılan ilk çalışmaların biri olan Johnston (1994) çalışmasında kontrollerin sermaye hareketleri üzerindeki etkilerini, 1985-92 dönemi için 52 ülkeden alınan verileri kullanarak ülkelerin ödemeler dengesinin özel sermaye hesapları üzerindeki etkileriyle ilgili araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda gelişmekte olan ülkeler tarafından işletilen sermaye

kontrollerinin, bu ülkelerin ödemeler dengesinin özel sermaye hesaplarını üzerinde etkili olmadığını, ağırlıklı olarak net doğrudan yabancı ve portföy yatırım çıkışlarını engellediği, sanayi ülkeleri tarafından işletilen sermaye kontrollerinin sermaye akışlarının yapısını önemli ölçüde etkilediğini saptamıştır.

Kolombiya için bir çalışma Cardenas ve Barrera (1997) tarafından ele alınmış olup 1991- 1998 yıllarını kapsamaktadır. Bu çalışmada sermaye girişi seviyesini düşürmek için alınan önlemlerin göreceli olarak yetersiz olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, elde edilen bulgulara göre; ödenmemiş mevduatların uzun vadeler lehine yabancı borçların yeniden toplanmasını sağlamada başarılı olduğunu göstermektedir. Çalışma sonucunda gerçekleştirilen sermaye kontrolü uygulamasının ülkeye giren sermaye miktarını etkilemediği ancak giren sermayenin vade yapısını uzattığı sonucu elde edilmiştir. Ayrıca uygulanan sermaye kontrollerinin, aniden piyasalarda ortaya çıkan olumsuz şokların etkisini daha da aza indirdiği diğer bulgular arasındadır.

Rocha and Mesa (1998) ise (1993-1998) dönemleri arasında yine Kolombiya için yaptığı bir çalışmada Cardenas ve Barrera (1997) ile aynı yönde sonuçlar elde etmiş olup, sermaye kontrollerinin kısa vadeli faiz oranı farkını azalttığı, orta ve uzun vadeli dış borç miktarını arttırdığı bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca dış borç konusundaki zorunlu karşılık şartının aslında kısa vadeli borç maliyetinde bir artış sağladığı için değil, aynı zamanda farklı vadelerdeki borçlar arasındaki kusurlu ikame nedeniyle de etkili olduğunu saptamışlardır.

Cardoso ve Goldfajn (1998) çalışmasında 1988-95 yılları arasında VAR analizi yöntemi kullanarak Brezilya piyasalarına giren sermaye için uygulanan kontrollerin etkisi analiz edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın sonucunda gerçekleştirilen sermaye kontrolünün 6 ay gibi bir zaman alsa da ülkeye giren sermayenin hem girişlerde hem de çıkışlarda bu kontrolden etkilendiği sonucunu ortaya koymuştur.

Ariyoshi vd. (2000) ise çalışmasında herhangi bir ekonometrik bir modele başvurmamış olup, 1990 sonrasında Malezya ve Tayland gibi 14 gelişmekte olan ülke piyasaları üzerinde uygulanan sermaye kontrollerinin etkilerini ülke bazlı niteliksel bir karşılaştırma yöntemi kullanarak analiz etmeye çalışmıştır. Bu çalışmada da birçok çalışmada olduğu üzere alınan önlem ve uygulanan kontrollerin sermaye girişleri üzerinde kısmen etki ettiğini saptamıştır.

Edison ve Reinhart (2001), Brezilya, Malezya, Tayland gibi gelişmekte olan ülkeler üzerinde kontrollerin etkisi (Tayland; 14.05.1997–30.01.1998), (Malezya; 01.09.1998-2001)

(Brezilya; 01.03.1999-2001) dönemleri arasını GARCH yöntemi ile ölçülmeye çalışılmıştır. Çalışmanın sonucunda Malezya'da kontroller etkin olurken, Brezilya ve Tayland'da kontrollerin önemli bir etkisine rastlanamamıştır. Malezya için yüksek oranlı faiz, istikrar gösteren reel döviz kuru hareketliliği ve bağımsız bir para politikası gibi sonuçlar alındığı tespit edilmiştir.

Epstein, Grabel ve Jomo (2003), Şili, Kolombiya, Hindistan, Çin, Singapur ve Malezya piyasaları üzerinde yapılan bir çalışmada Şili, Kolombiya, Tayvan, Singapur ve Malezya'da sermaye kontrolleri uygulamasının ülkelerin bazı makroekonomi değişkenler üzerinde başarıya ulaşıldığını gözlemlemişlerdir.

Magud ve Reinhart (2006), sermaye kontrolü uygulamaları ile ilgili 30 yakın ampirik çalışmayı incelemiş olup, sonunda ülkelerde uygulanan sermaye kontrolünün para politikalarını daha özgür ve bağımsız kıldığını, yerli paraların üzerindeki değerlenme baskısını azaltırken, net finansal sermaye akımları büyüklüğünü etkilemediği bulgusuna erişmiştir.

Balin, (2008), 2007 yılı ortalarında ve sonlarına doğru uygulamaya koyduğu sermaye kontrollerinin para ve sermaye piyasalarında gerçekleştirdiği olası sonuçları için bir çalışma başlatmış olup, sonunda Hindistan piyasalarına olumlu sonuçlar getirmediği görülmüştür. Uygulamanın ülkede gelen sermaye akımının hacmini değiştirmedeği ve Rupî'nin değerindeki artışın önüne geçemediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Mumbai borsasında gerçekleştirilen spekülasyonlara da çare olunamadığı belirtilen çalışmada; alınan önlemlerin uluslararası yatırımcı tarafından bir şekilde aşıldığı öne sürülmüştür.

Galindo (2007) ile Concha ve Galindo (2008), çalışmalarında sermaye kontrollerinin etkilerini analiz etmek üzere aylık veriler ile vektör hata düzeltme modeli (VECM) çalıştırmışlardır. Analiz sonucunda ise sermaye kontrollerinin kısa vadeli sermaye girişleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu, ancak bunun reel döviz kurundaki dalgalanmayı azaltırken, reel döviz kuru üzerinde anlamlı bir etki göstermediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca sermaye girişleri üzerinde oluşan anlamlı etkinin ise geçici bir nitelik taşıdığı diğer bulgular arasında yer almaktadır.

Jittrapanun ve Prasartset (2009) ise 2005'ten 2007'ye kadar olan dönemde Tayland'daki sermaye kontrollerinin gücünü günlük olarak ölçen bir sermaye kontrol endeksi ortaya koymuştur. Yazar, "sermaye girişleri, portföy girişlerine doğrudan getirilen kısıtlamalar ile, uygulamanın ikinci ayında en büyük etkiye sahip olan portföy girişlerinin düşmesine neden

olduğunu, bununla birlikte diğer birçok çalışmalardan elde edilen sonuçlara benzer sonuçlar elde edilmiştir. Diğer bir taraftan Cari hesap, incelenen Doğu Asya ülkelerinde de sermaye akışının önemli bir belirleyicisi olduğunu ve GSYİH oranındaki %1`lik bir artışın net sermaye akışındaki GSYİH'nın yaklaşık %0,6' sındaki bir düşüşle ilişkili olduğunu saptamışlardır

Clements (2009), Kolombiya için 2006 Temmuz'u ile 2008 Temmuz'unun başlangıcını kapsayan dönem için en küçük kareler (OLS) yöntemi kullanılmıştır. Sermaye kontrolleri sonrası sermaye akımı ve döviz kurundaki değişimin analiz edilmesinin amaçlandığı çalışmada faizsiz zorunlu rezerv tutma parametre verileri en önemli değişken olarak kullanılmıştır. Yapılan ekonometrik analiz bulgularına bakıldığında ise dış borçların düşmesinin yanında olumlu bir etkisi olmamıştır. Alınan önlem uygulamalarının sermaye akımını etkilemediği ve volatilitiyi artırmak dışında döviz kuru üzerinde bir etkisinin olmadığı saptanmıştır.

Coelho ve Gallagher (2010), çalışmalarında ödenmemiş zorunlu rezervlerin URR sermaye girişinin genel seviyesini azaltmada, döviz kuru değerlemesinde ve volatilitiyi azaltmada, ne kadar başarılı olduklarını analiz etmeyi amaçlamışlardır. Taylan ve Kolombiya için 2000-2008 arasında 36 çeyrek dönemlik, 2003-2009 arasında ise günlük veri kullanarak OLS modeli çalıştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda; Tayland'ın Kolombiya'dan daha az başarılı olmasına rağmen, URR'lerin Kolombiya ve Tayland'da ılımlı bir şekilde başarılı olduğu görülmüştür. Kolombiya'da kontrollerin genel giriş hacmini ve kök varlık balonlarını azaltabildiği görülürken, Tayland'da, URR genel akış hacmini düşürdüğü ve URR'nin açıklanmasının varlık fiyatlarında keskin bir düşüşe neden olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, her iki durumda da Tayland'da varlık fiyatları açıklamanın ertesi günü kontrollerin döviz kuru oynaklığıyla ilişkilendirilerek yükselişe neden olduğu gözlemlenmiştir. Sonuç olarak politika yapıcılar tarafından sermaye kontrollerinin 21. Yüzyılda dahi kendine bir yer bulduğu söylenebilirken, bu uygulamaların geçmişte yapılan uygulamalardan daha gelişmişleri ile yer değiştirmesinin önemi vurgulanmıştır.

Forbes vd. (2011), çalışmalarında Brezilya'nın Sermaye kontrollerinin portföy akışları üzerindeki doğrudan ve çok taraflı etkilerini test etmek için 2006'dan 2011'e kadar Brezilya'nın yabancı yatırımcıları üzerindeki değişikliklerini kullanarak bir dizi yatırımcı ile görüşmek suretiyle yarı yapılandırılmış analiz yöntemi ile analiz edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın sonunda elde edilen bulgulara bakıldığında ise; Brezilya'nın sermaye kontrollerindeki artışların, yatırımcıların Brezilya'ya portföy tahsisatlarını azalttığı, sermaye kontrollerinin portföy akışları üzerindeki etkisinin çoğunun, kontrollerin doğrudan maliyetinden ziyade

sinyalleşme olduğunu gibi sonuçlar olmuştur. Ayrıca Brezilya'nın sermaye kontrol rejimindeki değişiklikler, yatırımcıların diğer ülkelerde- yeni kontrollerin uygulanma risklerini- Kolombiya ve Hindistan (yaygın kontroller yapılmış) gibi farklı ülkeler için bile yeniden değerlendirmelerine sebep olmuştur. Son olarak çalışmada elde edilen bu sonuçların herhangi bir sermaye kontrol değerlendirmesinde, diğer ülkelerdeki yatırımlar üzerindeki yayılma etkilerinin de göz önüne alması gerektiğini belirtmişlerdir.

Fratzscher (2012), G-20 ülkeleri için politika yapımcıların sermaye kontrollerini aktif politika aracı olarak kullanma motivasyonlarını ölçmeyi hedeflediği çalışmada sermaye kontrollerinin etkinliğini olay inceleme yaklaşımını kullanarak ölçmeye çalışmıştır. Çalışmanın sonucunda uygulanan sermaye kontrollerinin ulusal para üzerinde eksik değerlemeye neden olduğu ve gerçekleşen portföy akımları üzerinde ise azaltıcı yönde etki gösterdiğini saptamıştır. Ayrıca, sermaye kontrolleriyle ilgili politika kararlarının yüksek derecede bir finansal piyasa stresi veya oynaklığı ile ilgili olduğuna dair çarpıcı bir kanıtta rastlanamamış, Özellikle son on yılda sermaye akışı kısıtlamaları konusundaki seçimlerin, yüksek kredi büyümesi, enflasyon ve çıktı dalgalanması şeklinde iç ekonominin aşırı ısınması endişeleriyle oldukça motive olduğu gözlemlenmiştir.

Patnaik ve Shah (2012), Hindistan için yapılan Pandey vd. (2015), Jinjark, vd. (2013) gibi birçok çalışmadakine benzer şekilde sermaye kontrollerinin makroekonomik değişkenler üzerinde istenen etkiyi göstermediği bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca Sermaye kontrollerinin zayıf yönetimle ilişkili olduğunu, eski döviz kuru rejimini koruyamadığını ve finansal istikrarı gözlemleyerek, Hindistan'ın deneyimi dolayısıyla sermaye kontrollerinin revizyonist görüşüyle tutarsız olduğunu saptamışlardır. Son olarak Hindistan'daki makroekonomik politika, eski stratejilerden uzaklaşarak, sermaye hesabı serbestleşmesiyle birlikte daha fazla döviz kuru esnekliğine doğru ilerlemiş olduğunu belirtmişlerdir.

Ergül (2012), 1995-2009 dönemi arasında 12 ülke üzerinde Panel veri logit analizi yardımı ile sermaye kontrolleri uygulamalarını incelemiş olup, olay inceleme yöntemi ile de sermaye kontrollerinin sermaye girişi, cari işlemler dengesi ve reel kur değişkenlerinin ortalamalarını hangi yönde etkisi altına aldığı test edilmek istenmiştir. Kontrol uygulamalarının birçok durum için sermaye girişi ve cari işlemler dengesi üzerinde bir etki yapmadığının saptandığı çalışmada, reel kurda bu sebepten daha da değerlendirdiği belirtilmiştir. Ayrıca son olarak çalışmadan elde edilen bulgulara dayanarak, sermaye girişleri ve cari işlemler

dengesindeki artışların sermaye kontrollerini arttırdığı, kurumsal kalitedeki artışın ise bu ihtimali azalttığı yorumu yapılmıştır.

Chamon ve Garcia (2014), Brezilya için yaptığı çalışmada 2008 krizinden sonraki süreç için, üç aşamalı olarak gerçekleşen sermaye kontrollerinin etkisini test etmek istemişlerdir. Birinci uygulama sonucunda sermaye kontrollerinin reel kur üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu, ikinci aşamada türev ürünler üzerinde yapılan vergi uygulamalarının döviz kuru üzerindeki reel değerlendirme baskısını azalttığı görülmüştür. Son olarak ve üçüncü aşamada ise gerçekleştirilen sermaye kontrolleri neticesinde Brezilya Real'inin %10 gibi bir değer kaybına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Pandey vd. (2015), Ocak 2004'ten Eylül 2013'e kadar olan dönem için Hindistan'da uygulanan sermaye kontrollerinin döviz kuru ve makroekonomi değişkenler üzerindeki etkisini olay inceleme yaklaşımı ile analiz etmeye çalışmışlardır. Çalışmada sermaye kontrollerinin ülkeye giren sermaye girişleri, stok fiyatları ve banka kredileri üzerinde etkin olmadığı, ancak kısa dönemde ulusal paranın değerlendirilmesini yavaşlattığı sonucunu gözlemlemişlerdir. Ayrıca Hindistan makamları tarafından gerçekleştirilen sermaye kontrollerinin sistematik risk azaltımı için değil, döviz kuru politikasını takip etmek için kullanıldığı ve eylemlerinin döviz kurunu veya diğer sonuçları etkilemekte etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Akça vd. (2016), çalışmalarında Brezilya, Kolombiya, Rusya, Tayland, Endonezya ve Filipinler'in yer aldığı ülkelerin 2006 ilk çeyreği ile 2012 son çeyreği dönemleri kapsamında olay inceleme yaklaşımı kullanılarak sermaye kontrollerinin etkileri ölçülmek istenmiştir. Analizi gerçekleştirilen sermaye kontrollerinin etki gücünü orta koymak üzere net sermaye girişleri, reel efektif döviz kuru ve cari işlemler dengesi değişkenleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen ampirik bulgulara bakıldığında; tüm ülkeler için geçerli bir sermaye kontrolü başarısızlığı saptanmıştır. Yani tam amaca hizmet etmediği görülmesinin yanında bazı ülkeler ayrılmıştır. Reel döviz kuru üzerinde baskının sadece Kolombiya'da etki gösterdiği gözlemlenmiştir. Bunun yanında cari işlemler dengesinin etkilenmediği ülkeler Rusya ve Brezilya olmuştur. Ayrıca bu çalışmanın sonucunda uygulanan sermaye kontrollerinin tüm ülkelerde başarı gösteremediği gözlemlenirken, bunun sebebinin de küresel piyasa ajanlarının kontrollere verdikleri tepkilerden kaynaklandığı belirtilmiştir.

3. SONUÇ

Uluslararası sermaye hareketleri gelişmiş ülkeler için 1970`ten sonra, az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerin `de dahil olduğu 1980 sonrası dönemlerde ise finansal getiriler açısından dikkate değer bir çarpan etkisi meydana getirmiştir. Gerçekleşen bu etki, Gelişmekte olan ülkelerde kısa dönemde hızlı kaynağa erişim uzun dönemde ise dışa bağımlılığın artması şeklinde sonuçlanmıştır. Son 30 yıla bakıldığında daha çok Türkiye, Latin Amerika ülkeleri ve Asya ülkeleri gibi ülkelerin sermaye ihtiyaçlarını karşılamak üzere portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen sermaye akımlarına maruz kaldığı, ülkelere giren bu kaynakların kamu açıklarını kapatmak üzere kullanıldığı daha sonrasında ortaya çıkan finansal krizlerde ise en büyük etkenin yine bu sermaye akımlarından kaynaklandığı gözlemlenmiştir.

Bu bağlamda ülkeler dışardan gelen sermaye akımları ile özellikle kriz dönemlerinde dışarıya çıkan tasarrufları üzerinde doğrudan (idari) ve dolaylı (piyasa temelli) olarak kısıtlayıcı ve caydırıcı engeller üzerinde farklı sistemler geliştirmiştir. Yapılan çalışmalara bakıldığında Malezya`da uygulanan sermaye kontrollerinin ödeme, fon ve miktar kısıtlaması şeklinde ortaya çıktığı ve doğrudan kontroller şeklinde gerçekleştirildiği görülürken ABD, Latin Amerika, İsrail, Brezilya gibi ülkelerde ise yurt içi ve yurt dışı döviz ve transferler üzerinde gizli veya açık olarak uygulanan dolaylı sermaye kontrolleri gerçekleştirilmiştir. Diğer bir yandan Kolombiya ve Şili de gerçekleştirilen sermaye kontrollerinin sermaye girişleri üzerinde uygulandığı görülürken, Malezya`da uygulanan kontroller sermaye çıkışları üzerinde gerçekleştirilmiştir.

Sonuç olarak sermaye kontrollerinin uygulanabilirliği ve başarılı olabilme ihtimali göz önüne alındığında, özellikle finansal kriz dönelerinde başvuru olan bu yöntemlerin tüm ülkeler için aynı etkiyi göstermediği, her ülkenin kendi sosyo-ekonomik alt yapısı dikkate alınarak hareket etmenin başarıya ulaşmada daha doğru bir yol olduğu fikri ağır basmaktadır. Ayrıca normal dönemde ülkeye giren sermayenin kamu açıkları, özel tüketim gibi yerlere harcanmasının önüne geçip, daha çok doğrudan yatırıma yönlendirilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Son olarak yapılan çalışmalarda; sermaye kontrollerinin başarıya ulaşması için kriz dönemleri dışında normal dönem içerisinde uzun vadede güven veren bir ülke olmanın gereği olarak, gelen sermayenin tasarrufları artırıcı etkisini gözetilen düzenlemelere önem verilmesi, üzerinde hemfikir olunan konular arasında yer almaktadır.

REFERENCES / KAYNAKLAR

- Akça, E. E., Bal, H. & Demir, Ö. (2016). Sermaye kontrollerinin etkinliği: Yeni gelişen piyasa ekonomilerinden bazı deneyimler. *Imuco 2016*, Antalya, 684-694.
- Ariyoshi, M. A., Kirilenko, M. A., Ötker, M. I., Laurens, M. B., Kriljenko, M. J. I. C. & Habermeier, M. K. F. (2000). Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization (No. 190). International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm>
- Balin, B. J. (2008). India's new capital restrictions: What are they, why were they created, and have they been effective? *Johns Hopkins University Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS) Working Paper*.
- Cárdenas, M. & Barrera, F. (1997). On the effectiveness of capital controls: The experience of Colombia during the 1990s. *Journal of Development Economics*, 54(1), 27-57.
- Cardoso, E. & Goldfajn, I. (1998). Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. *Staff Papers*, 45(1), 161-202.
- Chamon, M. & Garcia, M. (2014). Capital controls in Brazil: Effective? *15th Jacques Polak Annual Research Conference*.
- Clements, B. J. (2009). Are capital controls effective in the 21st century? The recent experience of Colombia. *International Monetary Fund*, 1-25.
- Coelho, B. & Gallagher, K. P. (2010). Capital controls and 21st century financial crises: evidence from Colombia and Thailand. *PERI Working Papers*, 183.
- Concha, A. & Galindo, A. (2008) An assessment of another decade of capital controls in Colombia: 1998-2008. *Paper presented at the XIII LACEA Meeting (Rio de Janeiro: Brazil)*.
- Edison, H. & Reinhart, C. M. (2001). Stopping hot money. *Journal of Development Economics*, 66(2), 533-553.
- Epstein, G., Ilene, G. & Sundaram, J. K. (2003). Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future. *Political Economy Research Insititute Working Paper No. 56*.
- Ergül, Ö. (2012). *Sermaye kontrolleri: Uygulanışı, etkinliği ve Türkiye üzerine yorumlar* (Uzmanlık yeterlilik tezi). T.C. Merkez Bankası, Ankara
- Forbes, K., Fratzscher, M., Kostka, T. & Straub, R. (2011, November). Bubble thy neighbor: direct and spillover effects of capital controls. *In 12th Jacques Polak Annual Research Conference*.
- Fratzscher, M. (2012). Capital controls and foreign exchange policy. *Working Paper 1415, European Central Bank*.
- Galindo, A. (2007). *Controles de capitales en Colombia: Funcionan o No?* In debate de coyuntura.
- Jinjarak, Y., I. Noy & H. Zheng (2013). Capital controls in brazilstemming a tide with a signal? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2938, 2952.
- Jittrapanun, T. & Prasartset, S. (2009). *Hot money and capital controls in Thailand*. Third World network (TWN).
- Johnston, R. Barry. (1994). The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries` Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implications. *IMF Working Paper*, 1-46.
- Magud, N. ve Reinhart, C. M. (2006). Capital Controls: An Evaluation. National Bureau of Economic Research Working Paper. 11973: 1-40.

Pandev, R., Pasricha, G. K., Patnaik, I. & Shah, A. (2015). Motivation and capital controls and their effectiveness, *Bank of Canada Working Paper/Document de Travail*, 5.

Patnaik, I. & Shah, A. (2012). Did the Indian capital controls work as a tool of macroeconomic policy? *IMF Economic Review*, 60(3), 439-464.

Rocha, R. & Mesa, R. (1998). Flujos Internacionales de Capital en Colombia: Un Enfoque de Portafolio. *Archivos de Macroeconomía*, No. 78 (Bogotá, Colombia: Departamento Nacional de Planeación).