

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Burkay KARADAĞ

TOBİN VERGİSİ, SERMAYE KONTROLLERİ VE FİNANSAL PİYASALARIN  
DÜZENLENMESİ

İktisat Ana Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2011

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Burkay KARADAĞ

TOBİN VERGİSİ, SERMAYE KONTROLLERİ VE FİNANSAL PİYASALARIN  
DÜZENLENMESİ

Danışman

Doç. Dr. Sayım IŞIK

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2011

Akdeniz Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Burkay KARADAĞ'ın bu çalışması, jürimiz tarafından İktisat Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Yrd. Doç. Dr. Hale Babacan İbrişim

Üye (Danışmanı) : Doç. Dr. Sayim Işık

Üye : Dr. Kerem Demirel

Tez Konusu: TOBİN VERGİSİ, SERMAYE KONTROLLERİ VE  
FİNANSAL PİYASALARIN DÜZENLENMESİ.

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

Tez Savunma Tarihi : 26.05/2011

Mezuniyet Tarihi : 31.05/2011

Prof. Dr. Mehmet ŞEN  
Müdür

.....

## İÇİNDEKİLER

<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	.iii
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	.iv
<b>ÖZET</b> .....	v
<b>SUMMARY</b> .....	.vi
<b>ÖNSÖZ</b> .....	.vii
<b>GİRİŞ</b> .....	1

### *BİRİNCİ BÖLÜM*

#### **TOBİN VERGİSİ'NİN AMAÇLARI VE HEDEFLERİ**

1.1. Tobin Vergisi Önerisi.....	4
1.2. Tobin Vergisinin Modellenmesi ve Uygulanabilirliği Üzerinde Eleştiriler.....	12
1.3. Tobin Vergisinin Günümüzde Uygulanabilirliği.....	22
1.4. Tobin Vergisinin Türkiye’de Uygulanabilirliği.....	29

### *İKİNCİ BÖLÜM*

#### **SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIRLANDIRILMASI ve ÜLKE ÖRNEKLER**

1.5. Malezya .....	52
1.6. Şili .....	54
2.3. Kolombiya .....	59
2.4. Tayland .....	62
2.5. Brezilya.....	65
2.6. 2007 Küresel Finansal Kriz ve Sermaye Kontrolleri.....	68

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### **FİNANSAL SİSTEMİN DÜZENLENMESİNE YÖNELİK ALINAN ÖNLEMLER**

3.1. Basel Komitesi.....	74
3.2. Basel I .....	76
3.3. Basel II ve Ortaya Çıkış Süreci .....	79
3.4. Larosiere Raporu ve Basel II'ye Yönelik Eleştirileri.....	86
3.5. Basel III.....	88
3.6. Günümüz Finansal Piyasalarında Yapılan Düzenlemeler.....	90
3.7. Finansal Piyasaların Düzenlenmesi ve Denetlenmesine Eleştirel Bir Yaklaşım.....	94
<b>SONUÇLAR.....</b>	<b>99</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>102</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>115</b>

## TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. Farklı Vergi Oranları İçin Yıllık Maliyetler.....	6
Tablo 1.2. Döviz Spekülasyonu Sürecinde Tobin Vergisinin Rolü .....	8
Tablo 1.3. Döviz Piyasası İşlem Hacminin Coğrafi Dağılımı.....	10
Tablo 1.4. Finansal İşlemler Vergisinden Elde Edilecek Tahmini Vergi Geliri.....	11
Tablo 2.1. 2007 Küresel Finansal Kriz Sırasında Sermaye Akışları Üzerinde Sermaye Yönetim Tekniklerini.....	48
Tablo 2.2. Kısa Dönem Sermaye Kontrollerinin Finansal Koruyuculuk Olarak Seçilmesinde Avantaj Ve Dezavantajlar.....	49
Tablo 2.3. Malezya’da Sermaye Kontrollerinin Kısa Özeti.....	54
Tablo 2.4. Şili’de Sermaye Hareketlerinin Düzenlenmesi.....	58
Tablo 3.1. Basel I’e Göre Kredi Riski Ağırlıkları.....	77
Tablo 3.2. Basel II’ye Göre Standart Yaklaşımında Kurumsal Krediler İçin Uygulanacak Risk Ağırlığı.....	81
Tablo 3.3. Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarınca Kullanılan Notlar.....	81
Tablo 3.4. Sermaye Gereksinimi İçin Uygulanacak Hesaplama Formülü.....	83

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Global Döviz İşlemleri Hacmi.....	28
Şekil 1.2. Bir Polita Aracı Olarak Zorunlu Karşılık Oranları.....	35
Şekil 2.1. Gelişmekte Olan Ülkelere 1971 ve 2009 Yılları Arasında Gerçekleşen Net Özel Sermaye Akışı.....	39
Şekil 2.2. Kolombiya’da Net Sermaye Akışı.....	60
Şekil 2.3. Kolombiya’da Döviz Rezerv Miktarı.....	61
Şekil 2.4. Sermaye Akımları – Asya.....	69
Şekil 2.5. Sermaye Akımları – Latin Amerika.....	69
Şekil 3.1. Basel Standartlarının Grafikselsel Gösterimi.....	80
Şekil 3.2. Türkiye’de Basel II’nin Uygulanma Takvimi.....	84

## ÖZET

Bu tez çalışmasının amacı Tobin Vergisi'nin günümüzde uygulanabilirliğinin, sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasına yönelik alınan önlemlerin işlerliğinin ve finansal sistemin düzenlenmesi amacıyla getirilen kuralların etkinliğinin araştırılması olarak belirlenmiştir.

Yapılan bu tez çalışması ile Tobin Vergisi'nin amacı ve işleyişi incelenmiş, Tobin Vergisi'ne yönelik yapılan eleştiriler ile birlikte günümüzde uygulanabilirliği açıklanmıştır. Ayrıca sermaye hareketlerine sınırlandırma getirilmesinin ne denli etkili olacağı ülke uygulamaları ile birlikte irdelenmiştir.

Tez üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde Tobin Vergisi, Tobin Vergisi modelleri ve günümüzde uygulanabilirliği incelenecektir. İkinci bölüme geldiğimizde, sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ülke uygulamaları ile birlikte açıklanacaktır. Üçüncü bölümde ise finansal sistemin düzenlenmesine yönelik yapılan düzenlemeler yer almaktadır.

Anahtar kelimeler: Tobin Vergisi, Sermaye Kontrolleri, Basel Kriterleri



## **SUMMARY**

### **TOBIN TAX, CAPITAL CONTROLS AND FINANCIAL MARKETS REGULATION**

The aim of the research was determined as an applicability of Tobin Tax at the present, operability of precaution for limitation of capital movements, and efficiency of the rules to regulate financial system.

With the study of this thesis, Tobin Tax's aim and mechanism was examined. For all that, criticism for Tobin Tax, and it's practicality was clarified contemporarily. Besides, the effectivity of capital flows was discussed together with countries samples.

This thesis consisted of three parts. In the first part; Tobin Tax, it's models and operationability will be researched. In the second section, the limitation of the capital movements will be explained together with samples of country. Last section include the regulations which are made for financial system.

**KEY WORDS:** Tobin Tax, Capital Controls, Basel Criteria

## ÖNSÖZ

Bu çalışmanın her aşamasında yanımda olan akademik çalışmalarını ve çevirilerini benimle paylaşan benden bilgi, deneyim ve yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Sayım IŞIK'a teşekkürlerimi sunmayı borç bilirim. Ayrıca grafiklerin düzenlenmesinde büyük emeği olan Yasemin Bilgin KARADAĞ'a, maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen bütün sıkıntılarında yanımda olan ağabeyime, anneme ve babama çok teşekkür ederim.

Burkay KARADAĞ

## GİRİŞ

Küreselleşme sürecinde sermayenin daha akışkan hale gelmesi ülke ekonomilerini daha kırılgan bir hale getirmektedir. Sermaye hareketlerinin ülkeler arasındaki dolanım hızının giderek artması ekonomik dalgalanmalara neden olmakta bunun sonucu olarak da finansal krizler yaşanmaktadır.

Bretton Woods sisteminin 1972 yılında çökmesi sonucunda sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Dalgalı kur sistemi dövizin istikrarını olumsuz yönde etkilemiş ve döviz işlemlerinden bir verginin alınması gündeme gelmiştir. Bu süreçte 1972 yılında Princeton Üniversitesi'nde yapılan bir konferansta uluslararası bir verginin uygulanması James Tobin tarafından önerilmiştir. Tobin önerisinde spekülasyon amaçlı para talebinin önlenmesi için döviz işlemleri üzerinden bir vergi alınması gerektiğini belirtmiştir. Döviz işlemlerinden alınacak çok küçük oranlı bir vergi ile spekülasyon alımları önenebilecek ve spekülasyon alımları uzun vadeli yatırımlara yönlendirilebilecektir. Ayrıca hükümetler ekonomik politikalarını belirlerken daha rahat hareket edebilecek ve çok büyük miktarlarda vergi hasılatı da sağlayabileceklerdir. Aslında James Tobin alınacak verginin ilk amacı olarak bir gelir sağlamak hedefi öngörmemesine rağmen günümüzde yaklaşık üç trilyon dolar olan günlük döviz işlem hacminden alınacak olan çok küçük miktarda bir vergi oranı ile büyük miktarlarda vergi hasılatı sağlanabilecektir.

Son yıllarda yaşanan finansal krizlerin etkisiyle birlikte tekrar gündeme gelen Tobin vergisi G-20 zirvesinde Fransa tarafından da uygulanmasının önerilmesinden sonra tartışılmaya tekrar başlanmıştır. Fakat Tobin'in önerisinin olumlu yanları kadar olumsuz yanlarının da olduğu konu ile ilgili araştırmalarda belirtilmiştir. Tobin vergisine yönelik eleştiriler önerinin geliştirilmesini sağlamış ve Paul Spahn verginin piyasa koşullarına göre iki aşamalı olarak alınmasının daha doğru olacağını belirtmiştir ve bu önerisi "İki Aşamalı Tobin Vergisi" adıyla anılmaya başlamıştır. Tobin vergisinin günümüzde uygulanabilirliği konusunda bir görüş birliği sağlanamamıştır. Bazı ülkeler Tobin vergisine benzer uygulamalar ile ülkelerindeki sermaye hareketlerine önlemler almaya çalışmaktadırlar.

Sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu günümüz piyasalarında gelişmekte olan ülkeler arasındaki uluslararası portföy dağılımlarında küçük değişiklikler bile sermaye akışlarının hızlı bir şekilde yön değiştirmesine neden olmaktadır. Bu hareketlerdeki ani dalgalanmalar ile çok hızlı bir şekilde çıkan sermaye, ülke piyasalarında tehlikeli sonuçlara neden olabilmektedir.

Yaşanan ekonomik krizler özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarında derin krizlere neden olmuştur ve ülkelerin sermaye hareketlerine sınırlandırma getirmesini zorunlu hale getirmiştir. 1997 yılında yaşanan Asya krizi ile birlikte ani sermaye çıkışlarının ülke piyasaları üzerindeki olumsuz etkileri daha fazla hissedilmeye başlamıştır. Asya Krizinin önceden tahmin edilememesi, uluslararası mali piyasaların yönetim ve denetim sorununu yeniden gündeme getirmiştir. Latin Amerika'nın en güçlü ekonomilerinde birine sahip olan Şili 1991-1998 yılları arasında spekülasyon amaçlı para talebinin ülkeye girmesi sonucunda yaşadığı krizi sermaye kontrollerine başvurarak çözmeye çalışmıştır. Yapmış olduğu reformlarla dünyanın en güçlü ekonomileri arasına girmeye başaran Brezilya'da 1999 yılında yaşanan ekonomik kriz öncesinde büyük oranda yabancı sermaye akışı yaşanmıştır. Brezilya'da yaşanan kriz sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması gerektiği yönündeki düşüncelerin güçlenmesine yol açmıştır.

Geçmiş yıllarda sermaye hareketlerine sıcak bakmayan IMF'nin yaşanan son ekonomik kriz ile birlikte sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi gerektiğini dile getirmesi Tobin Vergisi'nin küresel finans krizlerini önlemede bir araç olarak uygulanabilmesi için atılmış önemli bir adımdır. Öte yandan Basel Komitesi yayınladığı kurallar ile finansal sisteme yönelik düzenlemeler getirmeyi amaçlamaktadır. Piyasalarda yaşanan aksaklıkların giderilebilmesi, finansal sisteme olan güvenin geri getirilmesi ve finansal kurumları gözetleme gerekliliği nedeniyle bir takım düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Bu nedenle finansal sistemin en önemli aktörü konumundaki bankaların düzenlenmesi Basel Komitesinin ana amacını oluşturmuştur.

Yapılan bu tez çalışmasının ilk bölümünde Tobin vergisi, Tobin vergisinin uygulanabilirliğine yönelik yapılan eleştiriler ile birlikte tanımlanacak olup, daha sonra Tobin Vergisi'ne benzer işlem vergileri ülke uygulamaları ile birlikte açıklanacaktır. Son olarak Tobin Vergisi'nin ülkemizde uygulanabilirliği incelenecektir. İkinci bölümde ise sermaye

hareketleri kontrolleri ÷lke deneyimleri dikkate alınarak açıklanacaktır. Üçüncü bölümde Basel Komitesinin finansal sisteme yönelik yapılan düzenlemeler çerçevesinde Basel I, Basel II ve Basel III kuralları incelenecektir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### TOBİN VERGİSİ'NİN AMAÇLARI VE HEDEFLERİ

#### 1.1. Tobin Vergisi Önerisi

1981 yılında Nobel İktisat ödülünü kazanan James Tobin kısa vadeli spekülative sermaye hareketlerini önlemek amacıyla tüm döviz işlemlerini kapsayacak genel bir vergi önerisi getirmiştir. Tobin'in kendi ifadesiyle ; *“Önerim, uluslararası para piyasamızın aşırı derecede hızlı çarklarına biraz olsun kum serpmektir”* demiştir (Tobin, 1978:154).

Tobin vergisinin temelleri Keynes'in bu konudaki düşüncelerine kadar uzanmaktadır. Keynes, risk ve ilave maliyetlerin uzun dönemli yatırımlara zarar vermeden kısa dönemli parasal akımları azaltabileceğini ve böylece bu vergiler ile spekülative işlemlerin önlenebileceğini ileri sürmüştür. Keynes, menkul kıymetler piyasasındaki fiyatlamaalarda böyle bir vergilemenin sadece kısa vadeli işlemlerden kar elde etmek isteyenleri etkileyeceğini gözlemlemiştir. Örneğin borsa işlemlerine konulacak küçük bir vergi uzun vadeyi değil kısa vadeyi etkileyecektir. Vade uzadıkça verginin etkisi azalırken, vade düştükçe verginin etkisi artacaktır. Benzer şekilde Keynes'in bu yaklaşımını dışarıdan gelen yabancı sermaye için kullanırsak, kısa vadeli sermaye üzerine konulacak bir vergi, uzun vadeli yabancı sermaye üzerinde önemli bir etki yaratmazken, sadece kısa vadeli yabancı sermayeyi etkileyecektir (Akdiş, 2004 ).

Keynes'in Bancor planı, dünya ticaret hacminin genişletilebilmesi için uluslararası işbirliğinin zorunlu olduğu ana fikrine dayanmaktadır. Keynes, dünya ticaretinin genişlemesi ve uluslararası düzeyde belirsizliğin azalması için iki temel öneride bulunmaktadır. İlki uluslararası düzeyde sabit, fakat ayarlanabilir bir döviz kuru rejimidir. Diğer ise, sermaye hareketlerinin kontrol edilmesidir. Keynes'e göre, sermaye hareketlerinin kontrol edildiği bir ortamda, uluslararası kredi işlemlerinin ekonomik büyümeyi sağlayıcı bir etki yapabilmesi için uluslararası düzeyde fonların spekülative yatırımlardan daha çok üretken yatırımlara tahsis edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, spekülative yatırımlar ile üretken yatırım arasındaki ayırımın nasıl yapılacağı son derece önemli hale gelmektedir. Keynes'e göre iyi bir parasal

düzen atıl kaynakları aktif hale getirme yeteneğine sahip olan, uluslararası likidite daralmalarını hızlı bir biçimde genişletici etkiye dönüştürebilen bir sistemdir. Bu bağlamda Keynes, ayarlanabilir sabit döviz kuru politikasının izlendiği uluslararası bir para sisteminde, ödemeler dengesi fazla veren ülkelerin ödemeler bilançosu açık veren ülkelere karşı daha sorumlu davrandığı, global tam istihdamı sağlayacak yeni bir mekanizma önermektedir (Işık, 2009:258,259).

Tobin'in ileri sürdüğü düşük oranlı bir vergi üç temel amaca hizmet etmektedir. Bunlardan ilki, kısa vadeli sermaye hareketlerini sınırlandırarak döviz kurundaki değişkenliği azaltmaktır. Çünkü döviz kurlarında yaşanan dalgalanma piyasalarda belirsizliği artırmaktadır. Tobin vergisi spekülörlerin elde edeceği karı azaltarak piyasada belirsizliğin azaltılmasını ve istikrarın sağlanmasını öngörmektedir. İkinci olarak, ulusal hükümetlerin para ve maliye politikalarını belirleme olanağının artırılmasıdır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, uluslararası faiz oranları arasındaki farklılıkları sınırlandırarak, merkez bankalarının yurtiçi ekonomik amaçlarıyla uyumlu para ve maliye politikası izlemelerini engellemekte ve ulusal hükümetlerin ciddi ekonomik kayıplarla karşılaşmasına neden olmaktadır. Üçüncü olarak ise Tobin vergisinin amacı, hükümetlere bir gelir kaynağı yaratmaktır (Işık, 2009:255).

Esnek döviz kurunun uygulandığı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında çok sık ekonomik krizler yaşandığı görülmektedir. 1994'de Meksika, 1997'de Doğu Asya, 1998'de Rusya, 1999 ve 2002'de Brezilya, 2001'de Türkiye, 2002'de Arjantin ekonomilerinde krizler yaşanmıştır. Son olarak Amerika'da başlayan ekonomik kriz bütün dünyayı etkilemiştir. 1982'de Fransız Frank'ı, 1992 yılında da İngiliz Pound'u ve İsveç Kron'u spekülatif saldırılarla karşılaşmıştır. Rusya'da yaşanan kriz ile beklenmedik faiz hareketleri sonucunda 1998 yılında Amerika ekonomik piyasası da Long Term Capital Management (uzun dönem sermaye yönetimi)'in çöküşü ile sarsılmıştır. Yaşanan bu krizlerin ortaya çıkmasından yada krizleri daha da şiddetlendirmesinden spekülatif sermaye akımları sorumlu tutulmuştur. Spekülasyonun azaltılması için, ekonomik krizlerin önlenmesi ve yaşanacak hasarın azaltılması için Tobin vergisi önerilmiştir (Palley, 2003;5).

Tobin vergisinin merkez bankasına sağlayacağı bağımsızlık, paranın başka bir paraya dönüşümüne yüklenecek maliyetle gösterilebilir. Paranın döviz olarak adlandırılan yabancı paraya dönüşümünden yüzde 0,2 vergi alınır ve her gün işlem yapılırsa bu oran yıllık yüzde

48 maliyete yola açacak ve üç aylık bir işleme yüzde 0,8 maliyet yüklenecektir. Kısa dönemli akımlarla yaratılan yüksek maliyet, bu parasal akımları yönetmede zorlanan merkez bankalarına döviz ve faiz oranı politikalarında esneklik sağlayacaktır. (Balseven, 2003:123). Bu bilgiler Tablo 1.1’de gösterilmiştir.

**Tablo 1.1: Farklı Vergi Oranları İçin Yıllık Maliyetler**

Vergi oranı (%)	Günlük (240)	1 Hafta (52)	1 Ay (12)	3 Ay (4)	1 Yıl (1)	5 Yıl (0.2)
0.1	24.0	5.2	1.2	0.4	0.1	0.2
0.2	48.0	10.2	2.4	0.8	0.2	0.04
0.5	120.0	26.0	6.0	2.0	0.5	0.1

Günlük işlemler için yılda 240 işlem günü varsayılmıştır. Buna göre maliyetler, günlük ( $0.001 \times 240 = 0.24$ ), haftalık, aylık, üç aylık, bir yıllık ve beş yıllık işlemler için hesaplanmıştır. Kaynak: Hale Balseven, Sermayenin Vergilendirilmesinin Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, 2003:123.

Gelişen finansal piyasalara paralel olarak, döviz piyasası işlemleri uluslararası ticaret hacminden bağımsız, çok daha büyük bir piyasa haline gelirken, 2009 yılında döviz piyasalarının günlük ortalama işlem hacmi 3 trilyon doları geçmiş bulunmaktadır. Bu büyüklük, 2008’de kaydedilen yıllık 3,8 trilyon dolar uluslararası ticaret hacminin 230 katına denk gelmektedir. Tezgahestü döviz piyasalarının günlük ortalama işlem hacmi, 2008 yılında 4 trilyon dolara yaklaşmışken, nisan 2009’da spot, vadeli, swap ve opsiyonların dahil olduğu işlemlerin toplamı 3 trilyon dolar civarına gerilemiştir. İngiltere, ortalama yüzde 35 payla döviz işlemlerinin en çok yapıldığı ülkedir. İngiltere’yi yüzde 14 pay ile ABD izlemektedir. Japonya ve Singapur ise yüzde 6’sar paya sahiptir. Dolar yüzde 86 payla en çok işlem gören döviz türüdür. Doları, yüzde 40 payla euro takip ederken, yen ve pound ise işlem gören diğer önemli para birimleri olarak sıralanmaktadır. Euromoney dergisinin, 2009 Mayıs ayında yaptığı anket sonucunda döviz piyasalarında en yüksek işlem hacmine sahip 20 kuruluşun toplam küresel işlemlerin yüzde 91’ini gerçekleştirdiği görülmektedir. Rapora göre, yüzde 21 pay ile Deutsche Bank, yüzde 15 pay ile UBS ve yüzde 10 pay ile Barclays ilk üç sırayı almıştır. Bu kurumların toplam işlem hacmi küresel döviz işlemlerinin neredeyse yarısını oluşturmaktadır (Gündem, 2010;14). Bank for International Settlements verilerine göre 2010



yılı Nisan ayında küresel döviz piyasalarında günlük 1,490 milyar dolarlık spot işlem, 1,765 milyar dolarlık ise döviz swapları işlemi gerçekleştirilmektedir (BIS, 2010).

Tobin, bir para biriminin başka bir para birimine dönüşmesi sırasında % 1 oranında bir vergi alınmasını önermiştir. Fakat daha sonra konuya ilişkin yapılan çalışmalar, oranın ilk düşünüldüğünden daha düşük olmasının uygun olacağı yönünde olmuştur. Oranın % 0.25'i aşmaması ve hatta % 0.1 kadar düşük olması gerektiği bile savunulmuştur (Balseven, 2003). Bu oran ilk bakışta çok küçük bir oran gibi görünse de günlük 3 trilyon olan işlem hacmi düşünüldüğü zaman kısa vadeli spekülasyon alımları azaltacağı ve uzun vadeli yatırımları teşvik edeceği düşünülmektedir. Fakat Tobin vergisini eleştirenler, verginin oranın çok küçük olması nedeniyle spekülasyon alımları etkilemeyeceği, verginin sadece döviz işlemlerinden alınması sonucu yatırımcıların vergiden kaçınabilecekleri farklı yatırım araçlarına yönelebileceklerini ve verginin bütün ülkelerde aynı anda ve eşit oranda alınmaması sonucunda yatırımcıların vergi alınmayan ülkelerde yatırım yapabileceklerini ileri sürmektedirler. Ayrıca verginin uluslararası düzeyde uygulanmaması durumunda Tobin vergisini uygulayan ülkelerin bu durumdan zararlı çıkabileceklerini belirtmektedirler. Bir başka görüş ise, spekülasyon akımlarının öngörülenin aksine piyasada istikrar sağlayıcı bir rolü olduğu ve bu tür akımların piyasalarda bir dalgalanmaya yol açmayacağıdır.

Tobin vergisinin bir finansal kırılma engelleme ya da finansal istikrarı sağlama potansiyelinin daha iyi anlaşılabilmesi için bu verginin döviz spekülasyonu ile nasıl mücadele edeceğine yakından bakmak gereklidir. Bu bağlamda, gün içinde gerçekleştireceği döviz spekülasyonu için 10 milyon Euro fon ayıran bir spekülatörün, % 0,6 oranında bir Tobin vergisinin uygulanması durumunda bu spekülasyondan nasıl zararlı çıkacağını gösteren varsayımsal bir örnek açıklayıcı olacaktır (Ergül ve Aslan, 2009;33). Tablo 1.2'de döviz spekülasyonu sürecinde Tobin vergisinin rolü gösterilmektedir.

**Tablo 1.2: Döviz Spekülasyonu Sürecinde Tobin Vergisinin Rolü**

**Tobin vergisinin uygulanmadığı (normal) bir durumda döviz spekülasyonu süreci aşağıdaki gibi gerçekleşecektir:**

**I. Aşama, saat 10:00**

Spekülatör, Euro'nun Dolar karşısındaki değerinin öğle saatlerinde 1 Cent düşeceği beklentisiyle elindeki 10.000.000 Euro ile 9.000.000 Dolar satın alır (1:0.90 paritesinden).

**II. Aşama, saat 14:00**

Beklendiği gibi, Euro döviz kuru 1 Cent düşer (parite 1:0.89 olur).

**III. Aşama, saat 14:03**

Spekülatör elindeki 9.000.000 Dolar ile yeni pariteden 10.112.359,55 Euro satın alır. Dolayısıyla, bu işlemden 112.359,55 Euro kazanç elde eder.

**Tobin vergisinin uygulandığı bir durumda döviz spekülasyonu süreci aşağıdaki gibi gerçekleşecektir:**

**I. Aşama, saat 10:00**

Spekülatör, Euro'nun Dolar karşısındaki değerinin öğle saatlerinde 1 Cent düşeceği beklentisiyle elindeki Euro miktarı ile Dolar satın almak ister (1:0.90 paritesinden). Ancak, işlem başına Tobin vergisi uygulandığından, 10.000.000 Euro'luk fonun % 0,6 sını (60.000 Euro'yu) vergi olarak öder. Dolayısıyla, geriye kalan 9.940.000 Euro ile 8.894.000 Dolar satın alır.

**II. Aşama, saat 14:00**

Beklendiği gibi, Euro döviz kuru 1 Cent düşer (parite 1:0.89 olur).

**III. Aşama, saat 14:03**

Spekülatör elindeki 8.894.000 Dolar ile yeni pariteden 10.052.000 Euro satın alır ve bu işlemden 52.000 Euro kazanç elde eder. Ancak, bu işlem için de % 0,6'lık (60.310 Euro) vergi ödeyecektir. Spekülatör, Tobin vergisinin uygulanması durumunda her iki alım-satım işlemi sonucunda toplam 120.310 Euro vergi ödeyecektir. Spekülatörün Tobin vergisinin olmadığı normal spekülasyon işlemindeki kazancı ile Tobin vergisinin olduğu durumda ödediği vergi kıyaslandığında, 7.951 Euro'luk bir kayıp ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, spekülatör bu kaybı önceden öngörmüş olacağından, herhangi bir döviz değişim işlemi gerçekleştirmeyecektir. Diğer bir ifadeyle, Tobin vergisi döviz spekülasyonunu önlemede başarılı olacaktır.

Kaynak: Ergül ve Aslan, Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Tobin Vergisi ve Uluslararası Finansal Sistem: Post Keynesyen Bir Çerçeve, Ekonomik Yaklaşım, 2009;34.

Tobin vergisi kısa dönemli spekülasyonu önlemekle birlikte döviz kurlarına yönelik büyük spekülasyonlarda etkisiz kalmaktadır. Krizin olmadığı normal dönemlerde spekülasyondaki azalma, büyük ölçekli spekülatif ve istikrarsızlık olaylarının sayısını azaltmaktadır. Diğer yandan, yüksek devalüasyon dönemlerinde spekülatif ve istikrarsız kısa dönem alımları engellemek için ise Tobin vergisi pek çok politika aracı ile birlikte kullanılmalıdır. Vergiye ilişkin en önemli zorluk ise vergiden kaçınmanın azaltılması global düzeyde uygulanmasına

bağlı iken böyle bir politik ortamın mevcut bulunmamasıdır. Verginin uygulanabilir olması bu noktaları dikkate alan önerilerin geliştirilmesine bağlı görünmektedir (Balseven, 2003).

Tobin vergisinin amaçlarından birisi de elde edilen gelirlerin, özellikle az gelişmiş ülkelere yardım yapılmasına yönelik olarak kullanılmasıdır. Dünya piyasalarında döviz işlemlerinin çok büyük boyutlara ulaştığı düşünüldüğünde, bu işlemlere uygulanacak vergiden elde edilecek gelirin önemi de kolayca anlaşılacaktır.

Piyasada gerçekleşen işlem hacminin yüzde 34,1 İngiltere’de, yüzde 16,6’sı ABD’de, yüzde 6,1’i İsviçre, yüzde 6’sı ise Japonya’da gerçekleşmektedir. Tablo 1.3’de ülkelerin döviz piyasası işlem hacmi gösterilmektedir. ABD’de 1998 yılında 351 milyar dolar olan işlem hacmi 2007 yılında 664 milyar dolara yükselmiştir. İsviçre’de ise 1998 yılında 82 milyar dolar olan işlem hacmi 2007 yılında 242 milyar dolara yükselmiştir. Bu kadar hızlı büyüyen piyasalardaki işlemler üzerinden alınacak çok küçük oranda bir vergi bile büyük bir kaynak olarak vergiyi elde eden ülkelere ekonomik avantaj sağlayacaktır. Örneğin günlük döviz işlem hacmi 200 milyar dolar olan bir ülkede yüzde 0.005 oranında bir vergi alındığını düşünelim, bu kadar küçük bir oranda alınan bir vergiden günlük 10 milyon dolar gelir elde edilebilecektir. Miktarların bu kadar yüksek olması Tobin vergisinin kimler tarafından ve nasıl toplanacağını da önemli kılmıştır.

**Tablo 1.3: Döviz Piyasası İşlem Hacminin Coğrafi Dağılımı ( Milyar Dolar Cinsinden Nisan Ayındaki Günlük Ortalama İşlem Hacmi )**

Ülkeler	1998		2001		2004		2007	
	Miktar	Yüzde %	Miktar	Yüzde %	Miktar	Yüzde %	Miktar	Yüzde %
İngiltere	637	32.5	504	31.2	753	31.0	1,359	34.1
Amerika	351	17.9	254	15.7	451	19.2	664	16.6
İsviçre	82	4.2	71	4.4	79	3.3	242	6.1
Japonya	136	6.9	147	9.1	199	8.2	238	6.0
Singapur	139	7.1	101	6.2	125	5.2	231	5.8
HongKong	79	4.0	67	4.1	102	4.2	175	4.4
Avustralya	47	2.4	52	3.2	102	4.2	170	4.3
Fransa	72	3.7	48	3.0	64	2.6	120	3.0
Almanya	94	4.8	88	5.5	118	4.8	99	2.5
Rusya	7	0.4	10	0.6	30	1.2	50	1.3
Türkiye	-	-	1	0.1	3	0.1	3	0.1

Kaynak: Bank for International Settlements: Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 2007:6-7.

Tablo 1.4 Amerika piyasasında finansal varlıkların işlem gördüğü ve her bir ana kategorinin vergilendirmesi sonucu yükselen gelirleri göstermektedir. Örneğin; hisse senedi, tahvil, döviz ve türev varlıklar (option, forward, future ve swap). İlk senaryo da verginin uygulanması ile işlem hacminin tümüyle değişmediği ileri sürülmektedir. İkinci senaryo da işlem hacminin %25 azaldığı, 3 senaryoda ise %50 azaldığı varsayılmaktadır. Hesaplama 2008 Amerikan finans piyasasında iş hacmine dayanmaktadır. Tablo 1.4’de görüldüğü gibi vergiden elde edilen gelirin önemli kısmı hisse senedi işlemlerinden kaynaklanmaktadır. Eğer 2008 yılından beri işlem hacminde hiç azalma olmasaydı ve % 0.5 oranında her bir işlemde vergi alınmış olsaydı 220 milyar dolar gelir elde edilebilirdi. İkinci en büyük gelir kaynağı gelir ise tahvil ticareti olmaktadır. İşlem hacminde bir azalma olmadığı varsayılırsa % 0.01 vergi oranında yıllık 52.4 milyar dolar gelir elde edilebilir. Üçüncü en büyük kaynak ise swap işlemleridir. İşlem hacminde bir azalma olmadığı varsayılırsa ve %0.01 vergi oranı kabul edilirse yıllık 46.3 milyar dolar gelir elde edilebilir. Finansal varlıkların oranlarının

listelendiği Tablo 1.4’de uygulanacak vergi oranları ile 2008 verilerine göre elde edilecek yıllık gelir 353.8 milyar dolara kadar yükselebilecektir. Veriler 2008 yılı ticaret hacmine dayanmasının nedeni, 2009 yılında yaşanan kriz ile birlikte ticaret hacminde yaşanan dalgalanmaların gerçeği yansıtmayacağı düşünülmesidir (Baker ve Pollin,2009;1,2).

**Tablo 1.4: Finansal İşlemler Vergisinden Elde Edilecek Tahmini Vergi Geliri**

	İşlem Hacmi 2008 (Milyar \$)	İş Hacminde Varsayılan Azalma		
		%0	%25	%50
		Vergi Geliri (Milyar \$)		
Hisse Senetleri	43,326.6	216.6	162.5	108.3
Tahviller	262,143.9	52.4	39.3	26.2
Opsiyon Primleri	1,680.3	8.4	6.3	4.2
Spot Döviz İşlemleri	156,634.5	15.7	11.7	7.8
Future (Türev ürün tutarı ödenmemiş)	71,449.7	14.3	10.7	7.1
Swap (Türev ürün tutarı ödenmemiş)	115,867.8	46.3	34.8	23.2
<b>Toplam</b>		<b>353.8</b>	<b>265.3</b>	<b>176.9</b>

Kaynak: Baker ve Pollin, The Potential Revenue from Financial Transactions Taxes , 2009:2

IMF ve Dünya Bankası’nın son dönemlerde gelir eşitsizliklerine ve yoksulluğa gittikçe daha fazla vurgu yapması, Tobin vergisinin önemini arttırmıştır. Uluslararası ekonomik faaliyetlerin düzgün işlemesi global istikrara bağlıdır. Tobin vergisi bu istikrara iki şekilde katkı yapabilir. İlki, istikrarsızlığa neden olan unsurların engellenmesi ve istikrara katkıda bulunan unsurların teşvik edilmesini sağlayan mekanizmaların oluşturulmasıdır. İkincisi ise yaratacağı gelirlerle sosyal malların finansmanını sağlamasıdır ( Balseven, 2003).

Tobin’e göre vergiden elde edilecek gelirler IMF ve Dünya bankası gibi uluslararası kuruluşlar tarafından toplanmalı ve gelişmekte olan ülkelere yardım amacıyla tekrar dağıtılmalıdır. Uluslararası kuruluşlara bırakılan bu vergi gelirleri ile finansal krizler karşısında zor durumda kalan ülke ekonomilerine finansman desteği de sağlanabilecektir.

Tobin'e göre uluslararası kuruluşlar tarafından toplanacak verginin barış ve güvenlik, ekonomisi zayıf ülkelere yardım edilmesi ve çevrenin korunması için kullanılırsa verginin toplanmasına sıcak bakmayan ülkelerde uygulamaya destek vermeye başlayabileceklerdir.

James Tobin uluslararası döviz piyasalarında sürekli yaşanan dalgalanmaların piyasalarda belirsizliğe neden olduğunu belirtmiştir. Bu nedenle Tobin, kısa vadeli sermaye hareketlerini sınırlandırarak döviz kurundaki değişkenliği azaltmayı önermiştir. Tobin'in önerisinin uygulanması sonucunda ulusal hükümetlerin piyasalara daha rahat müdahale edebilecekleri düşünülmektedir. Döviz işlemlerinden alınacak vergi gelişmekte olan ülkelere de bir kaynak sağlayacaktır. Ayrıca Tobin vergisi merkez bankalarının para politikasını belirlemede daha bağımsız olmalarını da sağlayacaktır.

## 1.2. Tobin Vergisinin Modellenmesi ve Uygulanabilirliği Üzerinde Eleştiriler

Tobin vergisinin potansiyel etkilerini basit bir modelle göstermek mümkündür. Tobin vergisinin anapara ve faiz ödemelerinin vergilendirildiği (iki kez) ve arbitraj koşullarının sağlandığı varsayımı altında iki ülke arasındaki vergi sonrası faiz oranları eşitlenecektir.  $i^A$  A ülkesinin (yurtiçi) nominal faiz oranı,  $i^B$  B ülkesinin (yabancı) nominal faiz oranı,  $y$  yatırımın süresi (yıl olarak) ve  $t$  her döviz işlemi için uygulanan vergi oranını göstermek üzere iki ülke arasındaki vergi sonrası faiz oranları eşitliği Frankel (Frankel, 1996a:69)'in basit modeli kullanılarak aşağıdaki gibi yazılabilir (Haberer 2003:6-7 ve Bird-Rajan 2001:30-33)

$$(1 + i^B y)(1 - t)^2 = 1 + i^A y \quad (1)$$

Burada B ülkesinin faiz oranı:

$$i^B = i^A / (1-t)^2 + (1/y) [t(2-t)/(1-t)^2] \quad (2)$$

Eğer yukarıdaki (2) nolu eşitliğin  $y$ 'ye göre türevi alınırsa:

$$\partial i^B / \partial y = - (1/y^2) [t(2-t)/(1-t)^2] < 0 \quad (3)$$

Dolayısıyla bu modele göre Tobin vergisi kısa vadeli spekülasyon yatırımları engelleyebilecektir. Frankel, Tobin vergisinin kümülatif etkisine karşın, döviz piyasasında

önemli spekülasyon ve volatilité olması durumunda bu verginin etkin olmayacağını, özellikle çok küçük bir verginin spekülátörlerin büyük devalüasyon beklentisi durumunda spekülasyonu önleyemeyeceğini, verginin oranının yüksek bile olsa, önemli ölçüde devalüasyon olasılığını dayanan döviz çıkışlarını engellemede etkisiz olduğunu, yüksek bir Tobin vergisinin ise büyük ölçüde döviz piyasasında işlem hacmini ve yapısını etkileyeceğini ileri sürmektedir. Ayrıca Frankel, Tobin vergisinin döviz piyasalarını spekülátörlerin bekleyişlerindeki değişmelere karşı daha az duyarlı hale getireceğini ve spekülátif olmayan reel yatırımları görelî olarak arttıracacağını da ileri sürmektedir. Sonuç olarak Frankel, Tobin vergisinin her halükarda döviz piyasasında spekülasyonun istikrar bozucu etkisini azaltacağını ve döviz kurunun volatilitésini düşüreceğini ileri sürmektedir (Frankel, 1996b).

Frankel, Tobin vergisi sonrasında da dövizle yönelik spekülátif saldırılar ve çalkantılar olmasına karşın, vergi sonrasında genel olarak piyasaların daha istikrarlı olacağını ve ulusal ekonomik politika karar vericilerin daha bağımsız olacaklarını belirtmektedir. Frankel, spekülátif atakların ve istikrarsızlıkların reel ekonomi üzerindeki etkilerini azaltmak için küresel önlemlere ve düzenlemelere ihtiyaç olduğunu da ilere sürmektedir.

Haberer (2003:7) ve Bird-Rajan (2001:31-32) Frankel'in modeline gelecekteki döviz kuru hakkındaki bekleyişleri ekleyerek iki ülke arasında vergi sonrası eşitlenmesi gereken faiz oranları için daha geniş bir model sunmaktadır.

$$(1 + i^B)(1 - t)^2 p_s^t / p_s^0 = 1 + i^A y \quad (4)$$

Burada  $p_s^t$ , beklenen döviz kurunu,  $p_s^0$  ise spot döviz kurunu göstermektedir. Burada B ülkesinin faiz oranı:

$$i^B = i^A / (1-t)^2 (p_s^0 / p_s^t) + (1/y) (1/(1-t)^2) (p_s^0 / p_s^t) - (1/y) \quad (5)$$

Yukarıdaki eşitliğe göre spekülátör döviz kuru hareketlerinden hiç bir kazanç beklemiyor ise  $p_s^t = p_s^0$  olacağından elde edilen sonuç (2) ve (3) nolu eşitlikler ile aynı olacaktır. Oysa spekülasyonun varlığı döviz kuru hareketlerinin temel neden olduğundan  $p_s^t = p_s^0$  varsayımı döviz piyasalarının dinamiğini anlamak için oldukça kısıtlayıcı bir varsayımdır. Yukarıdaki (5) nolu eşitlin  $y$ 'ye göre türevini alırsak;

$$\partial i^B / \partial y = - (1/y^2) [1/(1-t)^2] (p_s^{to} / p_s^{tt}) + 1/y^2 \quad (6)$$

Böylece genel durum için eşitliği şu aşağıdaki gibi yazabiliriz ( $\partial i^B / \partial y < 0$  için):

$$p_s^{to} / p_s^{tt} < 1/(1-t)^2 \quad (7)$$

Yukarıdaki eşitlik, Tobin vergisi ile yabancı yatırımların vadesi arasındaki ters orantı verildiğinde ( $\partial i^B / \partial y < 0$ ), sağlanmış olacaktır. Haberer (2003) ve Bird-Rajan (2001)'a göre sermaye girişinin olduğu dönemlerde yatırımcılar döviz kurunun değer kazanacağını tahmin ettiklerinde (7) nolu eşitlik koşulu sağlanacak ve kısa vadeli spekülasyon yatırımlar daha yüksek bir vergi oranı ile karşı karşıya kalacaklardır. Başka bir ifadeyle döviz kurunun değer kazanması bekleniyor ise kısa vadeli sermaye girişleri, uzun vadeli sermaye akımlarına göre görece olarak daha büyük bir vergi yüküyle karşılaşacaktır. Diğer yandan, sermaye çıkışının yaşandığı ve döviz kurunun büyük ölçüde değer kaybetmesinin beklendiği döviz krizlerinde ise Tobin vergisi, uzun vadeli sermaye hareketlerini olumsuz etkileyecektir. Dolayısıyla, Frankel'in modelinden hareketle, Tobin vergisinin sermaye giriş dönemlerinde kısa vadeli spekülasyonu; sermaye çıkış dönemlerinde ise uzun vadeli yatırımları engellemesi nedeniyle net etkisinin belirsiz olduğunu ileri sürmek mümkündür. Sonuç olarak, Haberer (2003:8) ve Bird-Rajan (2001:23), Tobin vergisinden taraf olanların vergi yükü ile yatırımların süresi arasında ters yönlü ilişkinin var olduğu yönündeki ön kabullerinin, döviz kuru bekleyişlerinin analize katılmasıyla özellikle sermaye çıkışının olduğu dönemlerde geçersiz olduğunu ileri sürmektedirler.

Tobin vergisine yönelik benzer diğer bir önemli eleştiri ise Davidson'dan gelmiştir. Davidson, Tobin vergisinin kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerini uzun vadeli portföy hareketlerinden çok daha fazla etkileyeceği ve böylece Tobin vergisinin etkisi ile finansal varlığın vadesi arasındaki ilişkinin ters yönlü olacağı görüşünü eleştirmektedir. Davidson'a göre Tobin vergisi, spekülasyonu değil, döviz aracılarının likidite işlemleri olarak adlandırılan arbitraj işlemlerini azaltacaktır. Davidson'a göre Tobin vergisi, bir işlem maliyeti olması nedeniyle "gidiş-dönüş" (round-trip) zaman aralığından bağımsızdır. Dolayısıyla Davidson, küçük oranlı bir Tobin vergisinin belli bir zaman aralığında spekülasyon hareketlerinin sıklığıyla daha büyük bir vergiye dönüşeceği, kısa vadeli sermaye hareketlerini desteklerken, uzun vadeli yatırımları teşvik edeceği yaklaşımının yanlış olacağını belirtmektedir. Davidson,



Tobin vergisine yönelik bu eleştirisini finansal piyasalarda basit ve anlaşılır bir şekilde göstermektedir (Davidson, 1997:674-75).

Bir finansal varlığın serbest piyasada fiyatı zaman içinde değişmekte ve sermaye kazancı/kaybına yol açmaktadır. Eğer gelecekte belli bir tarihte beklenen spot fiyat ( $p_s^u$ ) ve bugünkü spot fiyat ( $p_s^{t_0}$ ) ise  $(p_s^u) - (p_s^{t_0}) > 0$  durumunda sermaye kazancı (paranın aşırı değerleneceği) beklentisi;  $(p_s^u) - (p_s^{t_0}) < 0$  durumunda ise sermaye kaybı (paranın aşırı değer kaybedeceği) beklenmektedir. Eğer  $q$ , bir finansal varlığın gelecekte beklenen gelirini ve  $c$ , taşıma maliyetlerini gösteriyor ise  $(q-c)$ , elde tutulan bir finansal ( likit ) varlığın getirisini gösterecektir. Bir likit varlığın alım-satımından kaynaklanan işlem maliyetlerinin ( $T_s$ ) mevcut olduğu düşünülürse, bu işlem maliyetleri, genel olarak finansal varlığın elde tutulduğu vadeden bağımsızdır.  $q$  ve  $c$  parasal olarak ifade edildiğinde finansal varlığın vade uzunluğuyla artarken;  $T_s$ , finansal varlığın değeri artarken, azalan oranda artmaktadır. Finansal yatırımcılar (spekülatörler), işlem maliyetlerinin zamandan bağımsız olması nedeniyle belli bir dönemden daha az bir süre için yatırım yapmayı tercih etmezler. Başka bir ifadeyle  $(q-c)$ 'nin beklenen bir değeri için beklenen sermaye kazancı/kaybı yoksa  $T_s$ , finansal varlığın nakite tercih edilmesi için tutulması gerekli minimum vadeyi belirlemektedir. Eğer bir finansal yatırımcı bir likit varlık için

$$(q - c) + (p_s^u - p_s^{t_0}) - (T_s) > 0 \quad (1)$$

bekliyor ise getiri sağlaması nedeniyle bu finansal varlığa yatırım yapacaktır. Eğer bir finansal yatırımcı bir likit varlık için

$$(q - c) + (p_s^u - p_s^{t_0}) - (T_s) < 0 \quad (2)$$

bekliyor ise finansal varlığı satacaktır. Eğer  $(q - c) - (T_s) = 0$  ise

$$(p_s^u/p_s^{t_0}) > 1 \quad (3)$$

olması durumunda finansal yatırımcı (spekülatör) boğa davranışı gösterecektir. Eğer

$$(p_s^u/p_s^{t_0}) < 1 \quad (4)$$

ise spekülatör ayı davranışı gösterecektir.

Davidson döviz işlemleri üzerinde (t) gibi bir vergi konulması durumunda bunun etkileri şu şekilde göstermektedir (Davidson 1997:676-677). Eğer yatırımcı için

$$(q - c) + (p_s^u - p_s^{t0}) - (t) (p_s^u + p_s^{t0}) - T_s > 0 \quad (5)$$

ise uzun vadeyi tercih edecektir. Eğer,

$$(q - c) + (p_s^u - p_s^{t0}) - (t) (p_s^u + p_s^{t0}) - T_s < 0 \quad (6)$$

ise kısa vadeyi tercih edecektir. Eğer yukarıdaki terimin sıfıra eşit olması durumunda ise finansal yatırımcı herhangi biri spekülasyon faaliyetinde bulunmayacaktır. (5) ve (6) eşitsizliği ile (1) ve (2) eşitsizlikleri karşılaştırıldığında,  $(q - c)$  ve  $T_s$ 'nin değerleri veri iken küçük bir Tobin vergisi, gelecekte beklenen spot döviz kuru ile cari spot döviz kuru arasındaki farkı az da olsa artıracaktır. Dolayısıyla, düşük oranlı bir Tobin vergisi, finansal yatırımcının zaman ufkundan bağımsız olarak, spekülasyonun maliyetini arttıracığından, döviz kurlarındaki küçük hareketler üzerindeki spekülasyonu durduracaktır. Diğer yandan Davidson, kısa dönemde döviz kurunda önemli bir değişme olması durumunda, Tobin vergisinin etkisi olamayacağını ileri sürmektedir. Bu durumda, Tobin vergisi spekülatif faaliyetleri değil büyük ölçüde arbitraj faaliyetlerini etkileyecektir.

Davidson'a göre,  $(q - c) = T_s$  varsayım altında verginin olmadığı ve verginin olduğu durumları karşılaştırdığımızda eğer,

$$(p_s^u/p_s^{t0}) > [(1 + x)/(1 - x)] \quad (7)$$

ise portföy yöneticisi boğadır. Ayrıca eğer

$$(p_s^u/p_s^{t0}) < [(1 + x)/(1 - x)] \quad (8)$$

olduğu sürece, mevcut (cari) spot fiyatın yükselmesi beklense bile hala bir ayı duyarlığı olabilecektir. Tobin vergisinin olduğu (7) ve (8) eşitsizlikleri ile Tobin vergisini olmadığı (3) ve (4) eşitsizliklerinin karşılaştırılması, boğa veya ayı davranışını teşvik etmek için gerekli olan döviz kurundaki minimum beklenen değişmelerin büyüklüğünü gösterecektir. Örneğin % 0.5 gibi bir Tobin vergisi konulması durumunda, diğer koşullar sabitken, finansal yatırımcının döviz üzerinde spekülasyon yapabilmesi için gelecekte beklenen spot fiyatın, cari spot döviz

kurundan en az % 1.1 daha yüksek olması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, % 0,5'lik bir Tobin vergisi bir günlük gidiş-dönüş ‘round-trip’ üzerinde negatif yıllık getiri oranı % 365 olsa bile, verginin olmadığı bir durumla karşılaştırıldığında, ek bir %1.1'den daha büyük spot döviz kurundaki bir değişme hala önemli spekülâtif akımlara neden olacaktır. Dolayısıyla, Tobin vergisinin % 0,5 olduğu her hangi bir dönem esnasında spot döviz kurunun diğer koşullar sabitken % 1,1'den çok daha fazla değişmesi beklendiği sürece, spekülâtif akımlar hala önemli pozitif getiriye sahip olacaktır. Davidson'a göre Tobin verginin, sermaye hareketlerini engelleyebilmesi için spekülâtörün döviz kurunda (varlık fiyatlarında) beklediği değişmeden daha büyük olması gerekmektedir.

Davidson sonuç olarak döviz piyasalarında ülke parasının zayıf olduğu durumda Tobin vergisinin konulmasının kısa vadeli spekülâtif spekülasyonu bile önemli ölçüde engelleyemeyeceğini ileri sürmektedir. Bir gidiş-dönüş üzerinde beklenen sermaye kazancından daha az bir Tobin vergisinin, sıcak para akımını durdurması mümkün değildir. Dolayısıyla, spekülâtif akımların ortaya çıkması için döviz kurunda beklenen değişimin  $(1+t/1-t)$ , Tobin vergisi yokluğunda spekülasyonu tetikleyen döviz kurundaki değişmeden daha büyük olmalıdır (Davidson, 1997:678).

Davidson, göre her hangi bir paraya yönelik spekülâtif saldırı durumunda, çok kısa dönemde döviz kurlarında önemli ölçüde değişme olabilecektir. Örneğin bir paranın değeri yaklaşık olarak % 60 oranında devalüe edilirse, bu paraya yönelik spekülâtif saldırıları durdurmak için % 23'ün üzerinde bir Tobin vergisi uygulanmalıdır. Dolayısıyla, küçük bir Tobin vergisi, küçük döviz kuru değişmeleri beklendiğinde, spekülâtif hareketleri yavaşlatabilecektir. Oysa bu durumda döviz piyasası daha dikkatli analiz edildiğinde, arbitraj işlemlerin genel olarak spot döviz kurundaki küçük farklılıklara, spekülâtif akımların ise döviz kurundaki büyük farklılıklara dayanması nedeniyle, düşük bir Tobin vergisi muhtemelen spekülasyondan daha ziyade arbitraj işlemlerini engelleyecektir. Ayrıca Davidson'a göre uluslararası ticaret işlemlerinin dört veya daha fazla normal hedging finansal işlemleri ve kısa vadeli spekülâtif (hedge olmayan) gidiş-dönüşünün ise iki finansal işlemi kapsadığı kabul edilirse % 0,5 oranındaki bir Tobin vergisi, uluslararası ticarete konu olan tüm mal ve hizmetler üzerinden ek bir % 2 oranında evrensel tarifeye eşdeğer olacaktır (Davidson, 1997:679). Bu durumda, Tobin vergisi spekülâtif sıcak para akımlarından daha ziyade uluslararası reel ticareti engelleyecektir.

Davidson, düşük oranlı bir Tobin vergisinin, finansal yatırımcının zaman ufkundan bağımsız olarak, spekülasyonun maliyetini arttırması nedeniyle döviz kurlarındaki küçük hareketler üzerinde yaşanan spekülasyonu durduracağını; diğer yandan, kısa dönemde döviz kurunda önemli bir değişme olması durumunda ise etkili olmayacağını belirtmektedir. Ayrıca Davidson, düşük oranlı bir Tobin vergisinin spekülatif sermaye hareketlerinden daha ziyade uluslararası dış ticareti olumsuz etkileyeceğini ve spekülatif sermaye hareketlerinin büyük miktarda olması durumunda etkili olamayacağını ileri sürmektedir. Dolayısıyla Davidson, Haberer ve Bird-Rajan, Tobin vergisinin özellikle spekülatif sermaye hareketlerinin yoğun olduğu dönemlerde döviz kuru hakkındaki bekleyişler nedeniyle etkili olmayacağını ileri sürmektedir. Sonuç olarak Tobin vergisinin öngördüğü gibi piyasa katılımcılarının sayının azaltılması piyasalardaki değişkenliği azaltmayacağı aksine, piyasa likiditesini düşürerek oynaklığı daha da fazla arttıracığı yönündedir (Davidson, 1997).

Arestis ve Sawyer'a göre, Davidson'ın uluslararası ticari işlemlerde bir işlemin 4 veya daha fazla işlemi gerektirdiği görüşü bir bulguya dayanmamaktadır. Ayrıca böyle bir sayının (4 veya yukarısı) olup olmadığı net değildir. Yine uluslararası ticaretin çoğu, ulusal sınırları aşan bir şirketin bir şubesinden diğerine malların aktarılması (genel olarak yarı bitmiş mallardır) şeklindedir. Bu ticaretin çoğu bir paradan diğere geçişten daha ziyade muhasebe işlemleriyle hesaben yapılmaktadır. Dolayısıyla bunlar bir işlem vergisini kapsamaz (Arestis ve Sawyer ,1997:272-73).

Arestis ve Sawyer'a göre, bir işlem vergisi döviz kurlarındaki yanlış değerlemeleri önleyemeyecektir. Yani döviz kurunda devalüasyon bekleniyor ve spekülatörlerin beklenen kazancı Tobin vergini aşıyor ise Tobin vergisi etkili olmayacaktır (Arestis ve Sawyer 1997:272-73). Yine Eichengreen (1996) ve Davidson (1997)'a göre, Tobin vergisi spekülatörlerin kazanç beklentisinin yüksek olduğu durumlarda etkili olmayacaktır. Buna karşın Eichengreen ve Wyplosz ise bir krizde, işlem vergisinin döviz rezervlerini azaltabileceğini ve böylece para otoritesine kısmen özerklik vereceğini ileri sürmektedirler. Arestis ve Sawyer'da bir işlem vergisinin, döviz kurunda dengesizliğin olduğu durumlarda, paranın fiyatındaki değişimleri önleyemeyeceğini kabul etmektedirler. Buna karşın bu yazarlar iki noktaya vurgu yapmaktadırlar: ilki, bir devalüasyonun zamanlaması ve miktarı hakkındaki bekleyişler verildiğinde, bir işlem vergisinin varlığı işlemlerin hacmini azaltma eğilimindedir. İkincisi, bu verginin devalüasyonun kaçınılmaz görüldüğü durumlarda ve

büyük ölçüde ciddi kur dengesizliklerinin var olduğu durumlarda uygulanabileceğidir (Arestis ve Sawyer, 1997:274).

Ayrıca Arestis ve Sawyer verginin uygulanmasına yönelik bir takım politik zorluklardan bahsetmişlerdir. Bu zorluklardan ilki ülkeler arasında vergiden elde edilen gelirin adaletsizce dağıtılması durumunda, Tobin vergisinin konulması ve oranının belirlenmesi konusunda uluslararası birliğin sağlanmasının zorluğu yönündedir. İkinci zorluk ise verginin uygulanmasından sonra piyasaların ekonomik ve politik etkilerinin azalacağı, üçüncü zorluk ise vergi artışının başka bir yerde verginin azalmasına yol açacağı yönündedir (Arestis ve Sawyer 1977: 766 ).

Stotsky (1996)'e göre, Tobin Vergi'si, uzun vadeli yatırımların maliyetini arttırmakta ve ekonominin büyümesini negatif yönde etkilemektedir. Stotsky, Tobin vergisinin dört nedenden dolayı hedefine ulaşamayacağını savunmaktadır. Bunlardan ilki, finansal işlem vergilerinin finansal kuruluşların kısa vadeli likit işlemlerine olumsuz etkide bulunmasıdır. İkinci olarak, yatırımcılar döviz piyasasındaki türev işlemlerle eşit pozisyon alacakları için, türev işlemlerin de vergilendirilmesi gerekmektedir. Üçüncü olarak, vergi uluslararası boyutta uygulanması gerekmekte, aksi takdirde işlemler vergisinin alınmadığı ülke piyasalarına kayabilecektir. Son olarak ise, işlem hacminin yoğun olduğu başlıca finans piyasalarında Tobin Vergisi'nin uygulanması bile, önemli ölçüde yönetim maliyeti ve tahsilat, ayrıca takip ve yaptırım usulleri gerektirmektedir. Tobin vergisinin döviz işlemlerinin azaltmasına karşın, likidite sağlayıcı işlemler ile spekülasyon işlemler arasında ayırım yapamadığını ileri sürmektedir. Tobin vergisi özellikle, toptancı araçlar arasındaki istikrar sağlayıcı likidite işlemlerini etkilemektedir. Döviz piyasasında aracılık yapanlar, Tobin vergisi sonrasında döviz kuru denge düzeyinden büyük ölçüde saparsa, döviz işlemlerini azaltacaklardır. Likidite işlemlerinin azalması döviz piyasasında işlem hacmini azaltacak, belirsizliği ve oynaklığı arttıracaktır. Fiyat-keşfetme sürecinin engellenmesi ve fiyatların piyasadaki mevcut bilgiyi yansıtmaması nedeniyle piyasada volatilité yükselecektir. O zaman döviz kuru varsayılan denge kurundan saparsa, fiyatlar büyük oranda dalgalanma gösterecektir. Bu koşullar altında bir Tobin vergisi, global ölçekte büyük bir likidite şokuna neden olabilecektir. Sonuç olarak Spahn, döviz piyasaların büyük ölçüde finansal kurumlar arasındaki likit işlemlerden oluştuğunu, bu işlemlerin büyük bir kısmının hedging işlemlerini kapsadığı, nadiren spekülasyon amaçlar için kullanıldığını ve piyasanın istikrarına olumlu katkı sağladığını ileri

sürmektedir (Spahn, 2002:9). Spahn'a göre global finansal sistemde likiditenin önemi (istikrarı arttırıcı, riski azaltıcı ve maliyetleri düşürücü) dikkate alındığında, bir Tobin vergisinin potansiyel olarak uluslararası finansal piyasalardaki etkisi ihmal edilemez. Döviz işlemleri üzerindeki bir vergi, döviz aracılarının alım-satım farkını yükseltir, işlemlerin ortalama vadesini arttırır ve işlem hacmini daraltır (Spahn, 2002:52).

Spahn, Tobin vergisi literatüründe ileri sürüldüğü gibi, küçük oranlı bir Tobin vergisinin likit işlemleri çok sınırlı oranda etkilemesine karşın büyük ölçüde istikrar bozucu spekülasyon işlemleri engelleyeceğini ve böylece döviz piyasasındaki istikrara katkı sağlayacağını düşünmemektedir (Spahn, 2002:10). Diğer yandan Spahn, döviz piyasasında likidite sağlayan işlemciler (aracılar) ile piyasa analistleri arasında ayırım yapmaktadır. Likidite sağlayan işlemciler karar verirken iddia edildiği gibi piyasa analistlerinin teknik yatırım analizlerini kullanmazlar. Piyasa analistleri, büyük ölçüde, likit işlem yapan döviz aracıları ve arbitrajcılarının dışında yatırım fonları, hedge fonlar gibi kurumsal yatırımcılar yani trend yatırımcılar olarak hareket etmektedirler. Piyasa analistleri, likidite sağlayan işlemcilerin nötr davranışlarından ziyade potansiyel spekülasyon aksiyonlarıyla döviz kurunu etkileme eğilimindedirler. Diğer yandan döviz piyasalarında likit işlemciler, piyasa analistlerinden (spekülatörlerden) çok daha fazladır. Dolayısıyla bir Tobin vergisi spekülatörlerden ziyade bu likit işlemcileri çok daha fazla etkileyecektir (Spahn, 2002:11). Spahn'a göre Tobin vergisinin en önemli etkisi, döviz alım-satım farkının çok küçük olması nedeniyle arbitraj (likidite) işlemleri üzerinde olacaktır. Oysa piyasadaki spekülatörlerin (örneğin hedge fonlar gibi), likidite işlemlerine göre, döviz alım-satım farkı daha büyük olması nedeniyle vergiye tepkileri daha makul olacaktır (Spahn, 2002:57).

Spahn'a göre Tobin vergisinin döviz piyasasındaki istikrarı bozan spekülasyonları engelleyip/engelleymeyeceği tartışmalıdır. Spahn'a göre bir Tobin vergisinin konulması durumunda, döviz kurlarında beklenen değişim bu vergiden daha büyük ise Tobin vergisi başarısız olacaktır. Eğer Tobin vergisi kısmen spekülatörleri azaltıyor veya hiç azaltmamasına karşın likit işlemleri büyük ölçüde azaltıyor ise piyasa üzerinde daha kötü sonuçlara yol açacaktır. Bu ise finansal piyasalarda volatilitiyi arttıracaktır. Dolayısıyla Spahn'a göre, Tobin'in başlangıçta ileri sürdüğü şekliyle döviz piyasasında bir işlem vergisi, spekülasyonu azaltma ve döviz kuru volatilitisini düşürmek için yeterli bir araç değildir. Çok yüksek bir

vergi, dünya finansal sistemi olumsuz olarak etkilerken; çok düşük bir vergi ise spekülasyonu önleyemeyecektir.

Tobin vergisinin uygulanmasını desteklemekle birlikte sadece tek oranlı bir verginin etkin olmayacağı yönündeki görüşü ileri süren Paul Spahn, Tobin vergisinin iki aşamalı alınmasını önermiştir. Spahn'a göre Tobin vergisinin uygulanması uluslararası finansal piyasaların işleyişine zarar verebilir ve spekülasyonu önleyemediği takdirde likiditenin azalmasına yol açabilir. Eğer yüksek bir vergi oranı konulursa piyasa ciddi zarar görebilecektir veya vergi oranının çok düşük olması spekülasyonları önlemede yetersiz kalabilecektir. Spahn, bu problemlerin ortaya çıkmaması için "two-tier" vergiyi önermiştir. Spahn, piyasanın durumuna göre farklı oranların uygulanabileceği, piyasada istikrarsızlık olduğunda vergi oranının artırılacağı veya piyasalarda yaşanabilecek bir daralma karşısında ise vergi oranının düşürülebileceği bir sistemi ileri sürmüştür. Spahn'ın döviz işlemleri vergisi, normal zamanlarda spekülasyonu önlemeyi ve gelişmekte olan ülkelerde yıkıcı etkileri olan büyük spekülasyonları engellemeyi amaçlamaktadır. Ayrıca bu vergi ile yaşanabilecek büyük ekonomik krizlerden önce ve sonra gelişmekte olan ülkelerde sorun olan sermaye çıkışlarını tamamen ortadan kaldırmaya da azaltılabilecektir (Bruno, 2003).

Tobin vergisine getirilen bir diğer eleştiri ise verginin uygulandığı piyasalardaki yatırımcıların fonlarını, verginin uygulanmadığı piyasalara yönlendirilmesi sonucunda yatırımcıların vergiden kaçınmaya teşvik ettiği yönündedir. Bu unsurlar Tobin vergisinin uygulanmasına yönelik teknik zorlukları göstermektedir. Tobin vergisinin konulması, hem spot piyasalardan türev piyasalara hem de verginin alındığı ülkelere verginin alınmadığı ülkelere doğru bir finansal harekete neden olmaktadır. Döviz işlemlerinin yapıldığı piyasaların serbest, rekabetçi, denetimsiz ve yaratıcı özelliklere sahip olmaları, uluslararası düzeyde koordineli bir vergiyi gerektirmektedir. Oysa ülkeler açısından verginin olmadığı durumda bekledikleri yararlar, uluslararası düzeyde gerekli politik uzlaşmanın sağlanmasını zorlaştırmaktadır. Diğer yandan global bir vergi başarılı bir şekilde uygulansa bile, döviz dayalı bir işleme aracılık etmek için kullanılabilir olan çoğu finansal ve döviz dayalı varlıklar üzerinde vergi toplamak oldukça zor görünmektedir.

Sonuç olarak, Tobin vergisinin mali piyasalardaki oynaklığı azaltmak bir yana daha da arttıracığı yönünde birçok eleştiriye en iyi cevap, Tobin vergisinin etkinliğini ölçmek üzere

Frank Westerhoff'un 2004 yılında geliştirdiği bir model yardımıyla elde ettiği sonuçlar olmuştur. Birbirinden bağımsız fakat birbiriyle ilişki içindeki iki piyasaya ilişkin Westerhoff'un yaptığı çalışmanın sonucuna göre, Tobin vergisinin uygulandığı piyasada spekülörler dışlanmakta ve fiyat oynaklığı azalmaktadır. Verginin uygulanmadığı piyasa ise bu durumdan olumsuz etkilenmekte ve fiyat oynaklığı daha da artmaktadır. Bu durum, böyle bir verginin mali piyasalarda oynaklığı arttıracığı iddiasını geçersiz kılmaktadır (Balseven ve Erdoğan, 2005;310).

### **1.3. Tobin Vergisinin Günümüzde Uygulanabilirliği**

Tobin Vergisi ilk gündeme geldiğinden beri çeşitli olumsuz eleştirilerle karşılaşmış, hiçbir zaman tam anlamıyla uygulanmaya konulamamıştır. Fakat yapılan olumsuz eleştirilere rağmen Tobin vergisi ülkelerin sermaye piyasalarında gerçekleşen aksaklıklar karşısında tekrar gündeme gelmiş olup, yaşanan Güneydoğu Asya krizi ile birlikte Tobin vergisi tekrar tartışılmaya başlanmıştır. 2009 yılında yapılan G-20 zirvesinde de İngiltere Başbakanı Gordon Brown ve Fransa Cumhurbaşkanı Nicholas Sarkozy tarafından Tobin vergisinin uygulanmasına yönelik konular tartışılmıştır.

Günümüzde uluslararası piyasaların büyük bölümünde işlemler Amerikan doları ile yapılmaktadır. Fakat son zamanlarda Amerika'da yaşanan kriz ve bu krizden çıkabilmek için Amerika'nın dolar arzını arttırması sonucunda uzun vadede Amerikan dolarının değerinin düşeceği, rezervlerini dolar cinsinden tutan ülkelerin bu durumdan zararlı çıkabileceği ve bu ülkelerde olası krizlerin yaşanabileceği düşünülmektedir. Bu krizlerin önlenmesi açısından Amerikan dolarının piyasalardaki egemenliğine son vermek ve daha güvenilir, şeffaf bir para biriminin uluslararası piyasalarda uygulanması düşüncesi gündeme gelmektedir (Işık, 2010).

2009 yılında yapılan G-20 zirvesinde Çin merkez bankası başkanı Zhou Xiaochun Amerikan dolarının yerine SDR'nin (IMF'nin üye ülkelerin mevcut resmi rezervlerine katkıda bulunmak amacıyla 1969 yılında oluşturduğu uluslararası bir rezerv varlığıdır.) kullanılmasını önermiştir. Fakat Amerika tarafından bu öneri reddedilmiştir. Çin'in bu önerisi dünya piyasasında bir karışıklığa neden olmuştur (Yadav, 2009;2).



Amerika Birleşik Devletleri 1963-1974 yılları arasında Faiz Eşitleme Vergisi adıyla Tobin benzeri bir vergi uygulamıştır. Uygulanan bu federal vergi ile ABD’de satılan yabancı borçlanma senetlerine olan talebin azaltılması amacıyla, yabancı ihraççılardan sağlanan faiz gelirleri üzerinden yüzde 15 oranında bir vergi alınması öngörülmüştür. Vergi nedeniyle Avrupa piyasalarının gelişmesi ve işlemlerin Londra’ya kayması sonucunda bu vergi kaldırılmıştır. Vergiden kaçınma yolları yeterince kapatılmadan uygulanan bu vergi, Tobin vergisinin uygulanmasının güçlüğüne bir gerekçesi olarak ileri sürülmektedir (Yılmaz, 2004;189).

1999 yılında ise Tobin vergisi Kanada Parlamentosunda tartışılmıştır. Kanada Parlamentosu 1999’da Tobin vergisini destekleyen bir raporu kabul etmiş, dünyada spekülasyonun önlenmesi hususunda ciddi anlamda görüş bildiren ilk ülke olmuştur. Ayrıca yine Brezilya 1999 yılı Kasım ayında Devlet Başkanı Fernando Henrique Cardoso “Reform Zirvesi’nde” Tobin vergisini desteklediğini beyan etmiştir. Avrupa Birliği’nde 11 Kasım 2000 tarihinde Brüksel’de yapılan ACP-EU İşbirliği Parlamenterler Toplantısı’nda Tobin vergisinin desteklenmesi kararı alınmıştır. ATTAC (Association for the Taxation of Financial Transactions for the Aid of Citizens), Tobin vergisini finansal serbestleşme, globalleşme ve finansal piyasaların gücüne karşı direnmenin sembolü ve yoksul ülkelerin karşılaştıkları bir çözüm olarak görmekte ve bu vergi önerisini desteklemektedir. (Yar, 2008;53-58) .

2004 yılından sonra politik liderler ve önemli kurumlar global bir vergi için önemli adımlar atmışlardır. 2004 yılı Temmuz ayında Belçika parlamentosu spekülasyon işlemleri önlemek için döviz işlemleri vergisi alınmasını kabul etmiştir. Ayrıca, “Lula-group” adıyla anılan Brezilya Cumhurbaşkanı Luiz Inacio Lula da Silva ve dönemin Fransız Cumhurbaşkanı Jacques Chirac Birleşmiş Milletler bin yıllık kalkınma hedeflerini finanse etmek için uluslararası vergiyi destekleyen bir kampanya başlatmışlardır. Bu kampanya hükümetlerin ve uluslararası kuruluşların gündeminde de yer almıştır. Ayrıca Fransa, Avrupa Birliği ve Birleşmiş Milletler Üniversitesi (UN University), Dünya Kalkınma ve Ekonomik Araştırmalar Enstitüsü (UNU-WIDER) tarafından da uluslararası işlem vergisi için girişimlerde bulunulmuştur. Bu kuruluşlar uluslararası bir vergisinin gerekli ve teknik olarak mümkün olduğunu belirtmişlerdir. Dünya Bankası ve IMF uluslararası vergilere dikkat çekmişlerdir. IMF ve Dünya Bankası Ortak Kalkınma Komitesi 2005 yılı bahar toplantılarına analizlerini derinleştirmek ve kalkınma için alınacak vergiyi koordine etmek için uluslararası mali

kuruluşları davet etmişlerdir. Fakat bu olaylar çok az ilerleme göstermiş ve resmi olarak onaylanmamışlardır (Wahlberg, 2005;1,2)

Malezya, Şili ve Kolombiya'nın uyguladığı sermaye kontrolleri sonucunda bu ülkelerde yaşanan krizlerde olumlu etkiler gözlenmiştir. Latin Amerika ve Güneydoğu Asya krizleri ile birlikte argümanlar, iç politika yapıcılarının ulusal ekonominin gelişmesinde IMF'ye üye ülkeler üzerinde uygulanan zorunlu politikalarından daha etkili sonuçlar aldığını göstermektedir. Diğer taraftan Uluslararası Kalkınma Ajansı (IDA), Dünya Bankasının bileşik bir parçası olarak ekonominin gelişmesinde daha uygun bir enstrüman olabilir. Uluslararası Kalkınma Ajansı çok uygun koşullarda yoksul ülkelere kredi vermektedir. Ajans 2008 yılında ihtiyacı olan ülkelere 11 milyar dolar kredi vermiştir. IDA ile kardeş ajans olan Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) ile birlikte orta gelirli ülkelere verilen kredilerin toplamı 2008 yılında 24 milyar dolara ulaşmıştır. Tobin vergisi yolu ile bu gibi ajanslar bütçelerini arttırmak için çok geniş bir alana sahip olabileceklerdir. Maalesef, Dünya Bankası için ek gelir sağlamak bütün üye ülkelerin hoşça giden bir durum değildir. Birleşmiş Milletlerin bütçesindeki artış sonucunda daha fazla kaynak: barışı korumak, yiyecek ve sağlık yardımı, araştırma geliştirme ve yatırım projeleri için kullanılabilir. Bu amaçlar sayesinde güçlü üye ülkeler ve bu konu hakkında ciddi görüşleri olmayanlarında dikkati çekilebilecektir. Eğer dünyadaki gelir akışı doğru bir şekilde kullanılabilirse küresel yoksulluk sona erecek ve insani gelişmeye ihtiyaç duyan ülkelere büyük ilerlemeler yaşanabilecektir (Yates, 2009;273,274).

Günümüzde yaşanan ekonomik krizin gelişmekte olan ülkelerdeki denge bozucu etkisi, ağır ve şiddetli sonuçları sermaye piyasalarını germektedir. Tobin vergisi doğrudan döviz ve diğer para piyasalarının istikrarı üzerinde olumlu etkileri olabilir. Tobin vergisinden elde edilen gelir döviz piyasalarının hacminin gelişmesi ile birlikte her yıl artmaktadır. Bu gelirleri kullanarak sadece uluslararası yönetim fonunun arttırılması değil aynı zamanda güçlü ülkeler tarafından Birleşmiş Milletlerin egemenliğinin de kısmen azaltılması sağlanabilecektir (Yates, 2009;273).

2009 ağustos ayında Londra Finansal Hizmetler Kurumu başkanı Adair Turner, uluslararası finansal piyasalardaki akışkanlığı frenlemek için geniş kapsamlı bir işlem vergisi ve ek düzenlemeler önermiştir. Fakat birçok özel yatırımcı, merkez bankaları ve ekonomistler finansal işlem vergisine karşı çıkmaya devam etmektedir. 2009 Eylül ayında ENOFAD

(European Network on Finance and Development: Maliye ve Kalkınma Avrupa Ağı) uluslararası finansal işlem vergisinin Pittsburgh'da yapılacak G-20 zirvesinin gündeminde olduğunu açıklanmıştır. ENOFAD'a göre yüzde 0.05 oranında sınır ötesi döviz işlemlerini ve bütün türev işlemleri kapsayan tarafsız bir vergi toplanabilir. Bu yeni öneri G-20 zirvesinde tartışılmış, fakat böyle bir verginin uygulanması kararı alınmamıştır (Patomaki, 2009;11-12).

Döviz işlemleri üzerine konulacak bir verginin sadece bir ülkede ya da belli başlı finansal merkezlerde uygulanmasının etkili olmayacağı, çünkü işlemlerin vergi uygulanmayan bölgelere kaydırılarak vergi kaçırmanın kolaylıkla mümkün olabileceği konusunda bir fikir birliği bulunmaktadır. Bu nedenle Tobin, en azından belli başlı para birimlerinin ait olduğu ülkelerde bu verginin uygulanması gerektiğini söylemiştir. Ayrıca uygulanacak vergi oranının da dünya genelinde tek bir oran üzerinden eşit olarak belirlenmesi gerekmektedir. Verginin planlanması ve uygulanmasının IMF ya da BIS gibi uluslar arası resmi bir kuruluşun doğrudan sorumluluğu altında yürütülmesi mümkündür. Eğer Tobin vergisinin yürürlüğe konulması IMF gibi bir kuruluşa üye olmak ya da ondan fon kullanmak için bir ön şart olarak öngörülürse, ülkeler arasındaki vergi rekabeti yoluyla vergi kaçırılması imkanlarının daraltılmasında da önemli mesafe kaydedilmesi mümkündür (Akdiş, 2004;15). Dünyada genelinde vergi üzerinde görüş birliğine varılmadığı sürece ciddi vergi kaçırımları yaşanabilecektir. Günümüzde uluslararası vergiyi destekleyen kurumların yanında, sayısı artmakla birlikte bu vergiye karşı ülkeler de bulunmaktadır. Bu yüzden yakın gelecekte böyle bir vergi üzerinde görüş birliği pek olası görülmemektedir. Ancak uluslararası vergi önerileri getirenler ve bu verginin savunucuları, bütün ülkelerin katılımını gerektirmeyen daha esnek çözümler öne sürmektedirler. Örneğin Lula Group'un pilot projesi olan ‘‘uçak biletleri üzerinde vergi dayanışması’’ bütün ülkelerin katılımını gerektirmemekle birlikte alınacak verginin çok küçük olmasından dolayı hava yolu şirketlerindeki rekabet ortamının bozulmayacağı ve vergiden kaçınmanın söz konusu olmayacağı düşünülmektedir (Wahlberg, 2005;6).

Lula Group'un önerisine göre alınmak istenen vergiler hükümetlerin kendileri tarafından belirlenecektir. Öneriye göre uluslararası antlaşmanın türüne göre vergiyi dağıtmayı ve koordine etmeyi hükümetler kendileri belirleyebilecektir ve vatandaşlarda elde edilen gelirin kalkınma için harcanacağına güvenebileceklerdir. Fakat mevcut hükümetlerin elde edilen geliri ülkenin kalkınması için kullanacağına söz vermesine rağmen hiçbir şey ileride gelecek

hükümetlerin elde edilen geliri bu yönde kullanmasını garanti etmeyecektir. Diğer bir öneride, Belçika Yasasını da kapsayan Lando Raporu'na göre, vergi gelirlerinin belirli amaçlar ya da kalkınma fonu oluşturmak için tahsis edilmesini yönündedir. Vergi gelirlerinin tahsis edilmesi hükümetlerin elde edeceği gelirleri bu amaçlar doğrultusunda kullanacağına garanti verecektir. Fakat böyle bir sistem yeterli denetim mekanizması olmadan uygulaması amacına ulaşmada olumsuz sonuçlara yol açabilecektir (Wahlberg, 2005;7)

Günümüzde uygulanmak istenen uluslararası işlem vergisi aslından Keynes ve Tobin'in önerisinden çok farklı değildir. Kısa vadeli sermaye akımları, vergilendirme oranlarına bağlı olarak kesin hedeflerle engellenebilecektir. Bu nedenle alınacak vergiler sermaye piyasalarına denge getirecek ve hükümetlerin ekonomi politikasının özerkliğini arttırabileceklerdir. Bu verginin uygulanması sivil toplum örgütleri açısından da bir zafer niteliğinde olacaktır. Döviz işlem vergisi bu uygulamalar arasında tek alternatif olmasa da yine de yararlı etkileri olacağı açıktır. Sivil toplum kuruluşlarına göre Tobin vergisinin uygulanması "Daha iyi bir dünya" anlamına gelmektedir. Bu kuruluşlara göre alınacak vergiler ile yoksul ülkelere yardım için fonlar kurulabilecektir. Diğer taraftan uluslararası işlem vergisinin yeni bir krizi engelleyip engelleyemeyeceği tartışmalıdır. Sadece geniş kapsamlı olarak düzenlenen bir vergi ve mali değişiklikler ile yeni bir küresel kriz olasılığı azaltılabilecektir. Anahtar soru ise uluslararası işlem vergisinin küresel olup olmayacağıdır. Vergilendirmenin uluslararası olarak uygulanmasında en önemli olasılık "küresel bir sera gazı vergilendirmesi" olarak görülmektedir (Patomaki,2009;12-13).

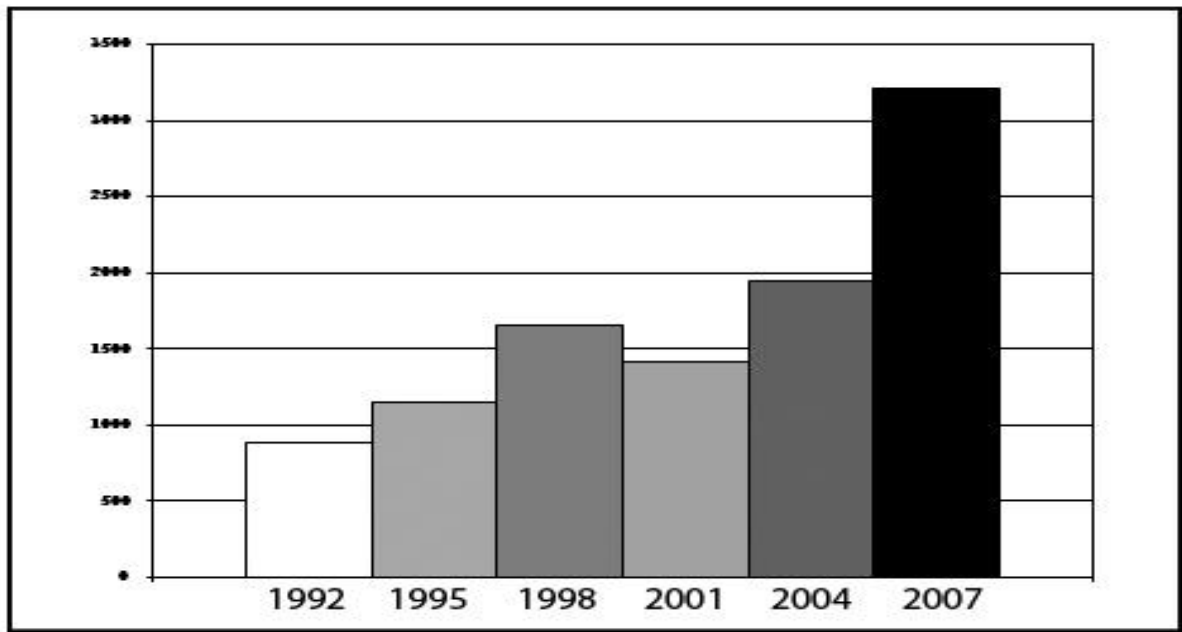
Uluslararası bir verginin nasıl yönetileceği, verginin toplanmasına ve dağıtılmasına kimlerin nasıl karar vereceği, uluslararası bir vergi otoritesine ülkelerin egemenliklerinin bir kısmını verip vermeyeceği ya da ulusal hükümetlerin verginin toplanması ve dağıtılması için sorumluluk alıp almayacağı konusu tartışılmaya devam etmektedir (Wahlberg, 2005;7). Vergilerin uluslararası olması ve elde edilecek gelirlerin tamamının hükümetlerin tasarrufuna bırakılmayacak olması böyle bir verginin uygulanmasını da güçleştirebilecektir. Çünkü elde edilecek büyük miktarda vergi hasılatı ile hükümetler önemli miktarda gelir elde edebilecekler ve bu geliri uluslararası kuruluşların tasarrufuna bırakmak istemeyeceklerdir. Fakat bu gelirin hükümetlerin kullanımına bırakılması da toplanan gelirin amacına uygun olarak kullanılmasında sıkıntılara neden olabilecektir.

Spekülatif amaçlı alımlar gelişmekte olan ülkeler açısından birçok zararı bulunmaktadır. Bu zararlar ülkeye giren aşırı döviz sonucunda ülke parasının aşırı değerlenmesi, ihracatın azalması ve bunun sonucunda ülkenin cari açıkla karşı karşıya kalmasıdır. Cari işlemler açığı, Türkiye ekonomisinin 2006 başında en önemli kırılma noktasını oluşturmaktadır. 2002 yılında 1.5 milyar dolar düzeyinde olan cari açık, 2003'te 8 milyar dolara, 2004'te de 15.6 milyar dolara yükselmiştir (Yeldan, 2005;47). 2010 yılında ise cari açık 48 milyar 557 milyon dolara yükselmiş olup, bir önceki yıla göre yüzde 247,1 oranında artış göstermiştir ve cari açığın gayri safi yurt içi hasılaya oranı ise %6.6 seviyesine gelmiştir. Türkiye yurt dışından önemli miktarda spekülatif finansal akım çekmeye devam etmektedir. Sıcak para hareketlerini uyarayan ana iktisadi değişkenin yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitrajdan doğduğu bilinmektedir. Türkiye bu tür sermaye girişlerini yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülatif arbitraj sayesinde çekebilmektedir. Buradaki finansal arbitraj değişkeni, Türkiye finans piyasalarına giriş yapan dolarlık dövizin, dönem başındaki kurdan TL'ye çevrilmesi, TL bazında faiz geliri elde ettikten sonra da tekrardan döviz cinsinden yurt dışına çıkışı sonucu elde edilen net geliri göstermektedir. Bu işlem boyunca arbitraj geliri faiz haddi yükseldikçe artacak, TL'nin yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerileyecektir (Yeldan, 2005;52,53).

Uluslararası bir verginin bütün dünyada uygulanmasını yerine verginin büyük finansal merkezlerde toplanması görüşü Frankel ve Felix tarafından ileri sürülmüştür. Tobin vergisinin uygulanmasıyla ilgili en açık zorluk politik uygulanabilirlik konusuna ilişkindir. Bunun nedeni verginin global düzeyde uygulanmadığında etkin olmamasıdır. Frankel ve Felix gibi verginin savunucusu olanlar analizlerini, verginin en azından büyük uluslararası para merkezlerinin tümüne uygulandığı varsayımı ile yapmıştır. Buna göre verginin tüm dünya çapında uygulanmak yerine büyük finansal merkezlerde tek tip olarak uygulanması yeterlidir. Bunun nedeni büyük finansal merkezlere sahip on ülkenin toplam döviz piyasası işlem hacminin yüzde 86'sını oluşturmasıdır. Tablo 1.5'de global döviz işlemleri hacmi gösterilmiştir. Bu durumda vergi, Tobin vergisinin yüklendiği ülkeler ve vergi cennetleri arasında geçiş sınırındaki işlemler için cezalandırıcı vergi oranları yüklenerek az sayıda ülkede uygulanabilir. Dolayısıyla daha kolay uygulanabilir olması için, global düzeyde değil en azından G-7 ülkeleri arasında verginin yüklenebileceği savunulmuştur. Bunun yanında

diğer AB ülkelerinin, İsviçre, Singapur ve Hong Kong'un katılımı uygulamayı güçlendirecektir (Balseven,2003;159,160).

Günümüzdeki uluslararası konjontür dikkate alındığında, Tobin vergisi şeklinde bir uygulama IMF, IBRD (The International Bank for Reconstruction and Development: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası) ve G-8 ülkelerinin gündeminde değildir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerin en azından kendi bölgelerine yönelik bile genişletici politikalarda, enflasyon korkusu nedeniyle kaçındığı bir dünyada katı bir uluslararası işbirliğine dayalı kurumsal yapılanmanın meydana getirilmesi mümkün görünmemektedir (Işık,2009;265,266).



**Şekil 1.1: Global Döviz İşlemleri Hacmi (Günlük Milyar Dolar Cinsinden 2007 Nisan Ayı)**

Kaynak: Bank for International Settlements : Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 2007:6.

James Tobin önerisinin çoğu zaman görmezden gelindiğini ve küçümsendiğini dile getirmiştir. Tobin bu sorunları '*Ben önerimi suya attım ve battı*' şeklinde dile getirmiştir. Tobin vergisi zaman zaman döviz krizleri sırasında tekrar gündeme gelmiştir. James Tobin, Bundesbank'ın baş ekonomistine bu krizlerin raporlarını hazırlarken Tobin vergisi hakkındaki görüşlerini sormuştur. Baş ekonomist: '*Yine mi ! ??? Loch Ness Canavarı bir kez daha ortaya*

çıktı.’ şeklinde yanıtlamıştır. James Tobin ise: ‘*Ben hala buradayım, Loch Ness Canavarı da*’ diyerek Bundsbank’ın baş ekonomistine esprili bir cevap ile karşılık vermiştir (Tobin, 2003;39)

Bugünkü küresel krizin dinamikleri dikkate alındığında Tobin vergisi tek başına tüm dertlere deva bir politika aracı değildir. Tobin vergisi kısa süreli dengesizlikleri giderse bile uzun vadeli makro ekonomik dengesizlikleri (tasarruf-yatırım dengesi) ortadan kaldıracak bir politika önlemi değildir. Tobin vergisi, finans piyasalarındaki uzun vadeli dengesizliklerle başa çıkmak konusunda başarısız olacağı açıktır. Böylesi bir vergi bugün ne ABD-Çin ticaret dengesizliği ne de küresel tasarruf fazlalığının dünya ekonomisi için bir saatli bombaya dönüşmesini engelleyebilir veya uygulansaydı engellerdi. Bu vergi Avrupa ülkelerini ve diğerlerini, ABD’den ihraç edilen zehirli finansal türevlerin istilasından koruyabilirdi. Benzer şekilde Tobin vergisi, dış borçlanmayla sürdürülemez parasal ve mali politikalar takip etmeye niyetli hükümetleri bundan vazgeçirmeyecektir. Bütün bu sorunlardan dolayı, başka makroekonomik ve finansal düzenlemelere de ihtiyacımız doğmaktadır. Ancak Rodrik (2009)’in ifade ettiği gibi küresel finans diye adlandırdığımız kumarhanenin toplumsal değeriyle ilgili güçlü bir mesaj vermek istiyorsak, Tobin vergisinin iyi bir başlangıç noktası olduğu kesindir.

#### **1.4. Tobin Vergisinin Türkiye’de Uygulanabilirliği**

Dünyadaki Tobin vergisiyle ilgili tartışmalar, cari açığın hızla artışı ve sıcak para hareketlerinin hızlandığı yakın dönemde Türkiye’de de yansımıştır. Fakat ülkemizde Tobin Vergisi’nin uygulanması üzerine tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Türkiye Bankalar Birliği Başkanı ve İş Bankası Eski Genel Müdürü Ersin Özince’nin Tobin Vergisi’ni gündeme getirmesi ile birlikte sermaye hareketleri üzerinden bir vergi alınması düşüncesi tekrar tartışılmaya başlanmıştır. Özince bankaların mevduat toplama oranlarına sınırlandırma getirilmesinin gündeme gelmesi ile birlikte, Bankalar birliği toplantısında; ‘*Türkiye bankacılık sisteminin bu tarz tedbirlere kesinlikle ihtiyacı olmadığını düşünüyorum. Bankaların topladığı mevduata sınırlama getirmek mevzu bahis olmamalı. Tedbir istiyorlarsa Türkiye piyasasına zarar veren, ortalıkta dolanıp duran spekülatif fonlara tedbir getirsinler. Türkiye de Brezilya gibi cesur davranıp Tobin Vergisi’ni koysun*’ (www.milliyet.com.tr)

diyerek finansal piyasaların riskli yapısının azaltılabilmesi için spekülâtif işlemlerin önleminin gerekli olduğunu belirtmiştir.

Finansal krizler öncesinde Türkiye ekonomisinin iç yapısına bakıldığında özellikle küresel sermaye akımlarına bağımlı, dur-kalk tipi, istikrarsız bir büyüme performansının olduğu görülmektedir. 1999-2000 döneminde ortalama GSYH büyümesi % 4,7 oranında gerçekleşmiş ve % 9,3 ile % -5,5 arasında salınım arz etmiştir. Ayrıca, bu dönemde kamu kesimi dengesi de bozulmuş, oluşan açığın finansmanı iç borç stokunu artırmış ve nihayetinde iç borç dinamiği sürdürülemez bir noktaya gelmiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra yurt içi faizlerin yüksek seviyesi nedeniyle, kısa vadeli sermaye girişinde artış olmuş ve TL reel olarak değer kazanmıştır. Bununla birlikte, sermaye girişlerinin doğrudan yatırım yerine daha ziyade kısa vadeli olması ve süreklilik arz etmemesi, ekonomik aktiviteyi ve finansal piyasaları olumsuz etkilemiştir. Nitekim 2000 yılında parasal genişlemenin döviz girişine bağlanmış olması ve yılın üçüncü çeyreğinden itibaren net sermaye girişinin azalma eğilimine girmesi, yurt içi piyasalardaki baskının daha da artmasına neden olmuştur (BDDK, 2009;1).

Tobin'in önerisine genel olarak karşı çıkanlar, Asya krizinde Malezya'nın bu vergiyi uygulamada başarısız olduğunu hatırlatmakta ve Türkiye'nin de yabancı sermayeyi çekme de çok avantajlı olmadığına vurgu yapmaktadırlar. Türk Lirasındaki değerlenmenin yüklü sermaye girişlerinden değil, doların yaşadığı değer kaybından kaynaklandığı öne sürülmektedir. Tobin Vergisi'nin uygulanmasına gerek olmadığı, ekonominin kendi dinamikleri ile tutarlı olmasının önemli olduğunun altı çizilmektedir (BORYAD, 2010). Ayrıca verginin uygulanmasına olumsuz bakanlar, Türkiye'nin çok ciddi bir borç stoku olduğunu ve Hazine borçlanmasının hızlı bir şekilde devam ettiğini de dikkat çekmektedirler. Dış piyasalardan uygun koşullarda kaynak bulunamadığı takdirde borçlanmada iç kaynaklardan daha çok yararlanılacağı ve bütçe açıklarını kapatmak için iç borçlanma yönteminin daha da zaruri hale gelebileceği düşünülmektedir (Özüergin, 2009).

Verginin Türkiye'de uygulanmasını isteyenler ise sıcak paranın önümüzdeki dönemde artarak ülkeye gireceğinin iyi hesap edilmesi gerektiğini dile getirmektedirler. Böyle bir durumda kur aşırı değerlenebileceği ve bu sefer erken önlem alınmasının olası negatif sonuçlarının bertaraf edilebileceği belirtilmektedir (BORYAD, 2010).



Tobin vergisinin Türkiye’de uygulanmasına olumlu bakan diğer bir görüş ise verginin sadece sermaye çıkışlarından alınması, sermayenin yurt içine girişinden alınmaması gerektiğini yönündedir. Bu görüşe göre, vergi kısa vadeli işlemlerden alınmalı ve belli bir süre yurt içindeki bir finansal araca bağlanan sermaye vergiden istisna tutulmalıdır. Spekülatif amaçlı yatırımlar için süreye göre değişen oranlar uygulanmalıdır (Örneğin; 6 aya kadar olan portföy yatırımları için % 0,1, 6 aydan uzun portföy yatırımları için % 0,05, bir yıldan daha uzun portföy yatırımları için % 0,02 ve 18 aydan daha uzun portföy yatırımları için % 0 şeklinde). Bu sayede, spekülatif amaçlı kısa vadeli yabancı sermaye cezalandırılırken, uzun vadeli yatırımlar teşvik edilmiş olacaktır. Belirtilen çerçevede uygulanacak bir vergi, uluslararası bir uygulama içermese bile, başarı şansı yüksek olabilir. Çünkü kısa vadeli işlemlerin doğrudan sermaye girişinden ayrılarak vergilendirilmesi doğrudan sermaye girişini olumsuz etkilemeyeceği gibi, kurun istikrara kavuşması ve kriz riskinin azalması doğrudan sermaye girişinde olumlu bir etki yaratabilecektir (Saraçoğlu ve Şahan, 2004).

TCMB verilerine göre Türkiye’ye 2004-2007 arasında gelen yabancı sermaye 154 milyar dolar düzeyindedir. Ancak Türkiye’nin söz konusu sermaye girişlerini iyi idare ettiğini söylemek oldukça güçtür. Yüksek oranlı sermaye girişleri Türkiye’de olağanüstü bir döviz bolluğu ve ucuzluğu yaratmış ve ithalatta büyük bir patlamaya yol açmıştır. Bunun sonucunda işsizlik hızla artmış, işsizlik oranı yüzde 10 düzeyinde süregelmiş ve sanayi kesimi ithalata bağımlı bir spekülatif büyüme sürecine sürüklenmiştir. Dolar, küresel krizin etkilerinin hissedildiği 2008’in Ekim ayı itibariyle 2002’ye göre yüzde 60 daha ucuz duruma gelmiştir. Kriz sürecinde doların reel fiyatı biraz hareketlenmiş de olsa, 2009’un yaz aylarında tekrardan düşüş sürecine sürüklenmiştir. Eylül sonu itibariyle ABD doları Türk lirasının 2002 değerine göre reel olarak yüzde 45 oranında daha ucuz konuma gelmiştir. İthal ara malı ve sermaye mallarına olan bağımlılık ulusal sanayinin yatay ve dikey entegre yapısını tahrir etmekte ve süregelen işsizlik sorununun da ana nedenini oluşturmaktadır. Bunun ötesinde sermaye hareketlerindeki spekülatif giriş-çıkışlar, döviz ve para piyasalarında da belirsizliği arttırmakta ve fiyat hareketlerinde istikrarsızlık yaratmaktadır. Türkiye döviz kurunda yaşanan bu dönüşümü dizginlemek zorundadır. Sermaye girişlerinin göreceli olarak yavaşladığı ve dolayısıyla ulusal ekonomideki etkilerinin de göreceli olarak gerilemiş olduğu böylesi bir konjonktür aslında böylesi bir adımın atılması için en uygun ortamı vermektedir. Aksi takdirde, yeniden kısa vadeli spekülaf sermaye girişlerinin cazibesıyla cari açık

tekrardan artış gösterecek ve bu tür tedbirleri almanın maliyeti daha da yüksek olabilecektir. Burada sorulması gereken bir diğer önemli soru, söz konusu uluslararası sermaye vergisinin döviz kurunda daha dengeli bir yapının oluşturulması için yeterli olmayacağına önceden vurgulanmasıdır. Sermaye girişlerinin bu tür finansal işlem vergileriyle yavaşlatılmasına ek olarak, uygun faiz ve para politikalarının izlenmesi elbette ki gerekli olacaktır. Merkez Bankası, gerçekten de fiyat istikrarını sağlamayı amaçlıyorsa uygulayacağı temel yöntem, ulusal sermaye piyasalarını, kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülative saldırılarına bırakarak değil, daha aktif bir döviz ve para politikası ile ulaşabileceğinin farkında olmalıdır (Yeldan, 2009; 2,3).

Eski devlet bakanı Kemal derviş İstanbul’da yapılan bir toplantıda şu öneride bulunmuştur: *“Şimdi, dışarıdan gelen kısa vadeli sermayeye küçük bir vergi koymanın tam zamanıdır. Çünkü, kriz sırasında bunu yapmak mümkün değildir. Ekonomide makro göstergeler oturmuş iken, sıcak para girişlerinin yeni dalgalanmalara yol açmaması isteniyor ise bir yıldan veya altı aydan daha kısa vadeli olarak ülkeye gelen yabancı sermaye hareketlerine sadece girişte uygulanmak üzere küçük bir vergi uygulanması yararlı olacaktır.”* (İlkorur, 2003). İlkorur’a göre; 1970’li yıllardan beri küresel ekonomi çok daha karmaşık bir hale gelmiştir; finansal ürünlerin ve işlemlerin nitelik ve niceliği de hayli değişmiştir. Tobin’in vergi önerilerine önyak olan volatilitedeki gelişmenin yanı sıra, iletişim ve bilişim teknolojileri de engel tanımaz halde gelişmiştir. Yani, gelişmeler Tobin vergisi uygulanmasını zorlaştırmıştır. Tobin Vergisi’nin Türkiye’de küçük bir oranla uygulanabileceğine yönelik öneri ise ülkemizde var olan kur-faiz arbitrajındaki çok geniş bant içerisinde hiçbir şey ifade etmeyecektir. Zaman içinde bu vergi, arbitraj maliyetinin bir parçası haline gelebilecektir. Türkiye’nin borçlanmasında ilave bir risk primine dönüşebilecektir. Daha da kötüsü, ekonominin esaslarında, kurlarda bir stabilitenin veya reel faizlerde bir düşüşün kalıcılığına belirten işaretler olmaz ise bu maliyet kendisini reel faizde bir artış olarak yansıtacaktır. İkinci olarak; Türkiye’de volatilitayı yaratan yalnızca dışarıya kaynaklı ‘bıyıklı’ ve ‘bıyiksız’ fonlar ve işlemler değildir. Mali sistemdeki mevduatların büyük bir kısmının döviz hesabı olması ve tasarruf sahiplerinin TL’den dövize geçmeleri de çok ciddi volatilitate tehlikesi yaratmaktadır. Finansal krizlere ve bunlarla ilişkili aşırı sermaye hareketlerine karşı korunmanın yolu sermaye hareketleri üzerinde bir vergiden çok sürdürülebilir bir ekonomik politikanın ve sağlam bir finansal sistemin varlığından geçmektedir (İlkorur, 2003).

Türkiye’de Tobin Vergisi’nin uygulanamamasının nedeni olarak, ülkemizin yeterli tasarrufu, dolayısı ile kaynağa sahip olmaması, iç borçlanma ve büyüme gerekleri öne sürülebilir. Ayrıca sıcak paranın uzun vadeli zararlarının kısa vadeli faydalarından çok daha tahripkar olmaktadır. Küresel finans krizi, küresel düzeyde tüm ekonomileri aynı şekilde uygulanabileceği ve sonuç alabileceği düşünülen yeknesak para ve kur politikalarındaki zayıflıkları ortaya çıkarmıştır. Bunun sonucu olarak para ve kur politikalarında bugüne değin kabul edilen uygulamalarda ciddi değişiklikler olacağı gibi uygulamalar ülkeden ülkeye daha fazla değişiklik gösterebilecektir (İlkorur, 2009).

Mali kriz riskini, bir ülkede giren sermayenin toplam büyüklüğünden ziyade, bu sermayenin kompozisyonu ve vade yapısı belirlemektedir. Dolayısıyla mali kriz riskini azaltmak için sermaye girişlerinin toplam büyüklüğünden ziyade kompozisyonu ve vade yapısını değiştirecek sermaye yönetim teknikleri uygulamak gerekmektedir. Bu teknikler arasında sermaye kontrolleri ve Tobin tipi vergiler öne çıkmaktadır. Mali kesim ve mali piyasalarda oligopolistik yapıların ve sığ piyasaların geçerli olduğu, bankacılık sisteminde gözetim ve regülasyonun, banka yönetiminde de risk değerlendirme kapasitesinin yetersiz olduğu durumlarda sermaye kontrolleri, aşırı borç alma ve verme sonucu ortaya çıkabilecek kriz riskini azaltabilir. Türkiye’de geçerli olan bu koşullarda, bütün sermaye girişlerine yatırım süresine göre değişen bir oranda vergi konulması, söz konusu kriz riskini azaltmanın en etkin yollarından birisi olarak gözükmektedir. Bunun yanı sıra, kısa dönemli yabancı sermaye akımlarını caydırmak üzere küresel bir çözüm olmak üzere Tobin Vergisi’nin uygulanması anlamlıdır (Balseven ve Erdoğan, 2005; 316).

Ercan’a göre; Piyasaların bıçak sırtında olduğu bir dönemde Tobin Vergisi uygulamasının, piyasalarda yaratacağı negatif etki çok daha fazla olabilir. Uzun vadede, istikrarı bozan spekülasyon işlemlerin önüne geçmek için kontrollü, dengeli ve sınır ötesi sermaye hareketlerini engellemeyecek şekilde bir Tobin Vergisi uygulamasına geçilebilir. Bu tür bir vergiden sağlanacak kaynaklar mali piyasalardaki hasarların tamirinde kullanılabilir. Ancak mevcut ekonomik konjonktörde böyle bir işlemi hayata geçirilme girişimi suyu daha çok bulandırabilir (Ercan, 2009).

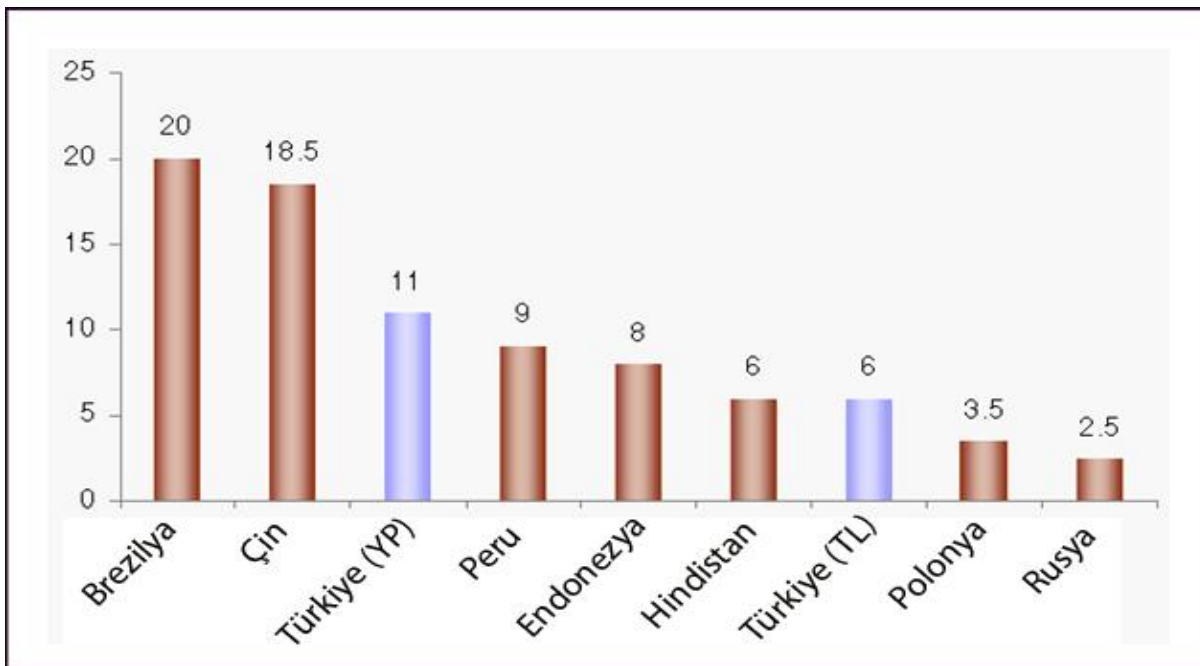
Spekülasyon amaçlı alımların yarattığı bir diğer problem ise hükümetlerin paranın değerini korumak amacıyla faizleri arttırması sonucunda yatırımların azalmasıdır. Son olarakta

piyasalarda yaşanabilecek bir kriz karşısında yabancı sermayenin ülkeden para çıkışı gerçekleştirdiğinde, gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri büyük problemlerle karşılaşabileceklerdir. Merkez Bankası Başkanı Durmuş Yılmaz benzer sorunla karşı karşıya olan ülkemizde alınan önlemlere yönelik 2010 yılında Londra da yabancı yatırımcılara için düzenlenen bir konferansta ülkemizde henüz anlaşılamayan yeni politika yaklaşımının gereğini, önceliklerini, araçlarını ve şu andaki durumu ve riskleri anlatmıştır. Sunumda Türkiye dışındaki ülkelerde ekonomik faaliyetlerin ve kamu maliyesinin zayıflıkları vurgulanarak, gelişmiş ülkelerde parasal genişlemenin yapılmak zorunda olduğu, parasal genişlemenin sermaye hareketleri kanalı ile gelişen ülkelerde sorun yarattığı ve finansal istikrar önlemlerinin alınmasının da gerekli olduğu, çeşitli ülkelerin de bu nedenle sermaye hareketi kontrolü dahil birçok farklı önlem almak zorunda kaldığı, Türkiye'nin de sıkılaştırma girişimine 2010 Nisan ayından itibaren başladığı belirtilmiştir (Gökçe, 2010).

Merkez Bankası son dönemde sıcak para girişini önlemek için çeşitli önlemler almaktadır. Bu amaçla Merkez Bankası ülkemize yönelik sermaye akımlarından daha etkin faydalanmak ve sermaye akımlarının değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek amacıyla, 4 Ekim 2010 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerinde yöntem değişikliğine gidilmiştir. Merkez Bankasının aldığı önlemlere paralel olarak, tüm kurumların ellerindeki faiz dışı araçları ölçülü ve kademeli olarak sıkılaştırırken, her türlü fonlamada vade uzatımını teşvik etmeleri finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Alınan diğer önlemler ise (TCMB, 2011) ;

1. Mali disiplin ile uyumlu bir Orta Vadeli Program çerçevesinin açıklanması,
2. Yurt içinde gerçek kişilere dövize endeksli kredi verilmesinin sınırlandırılması,
3. Bankaların yurt içine Türk lirası cinsi tahvil ihracına izin verilmesi,
4. Konut kredileri ile konut teminatı altında kullanılan tüketici kredilerinde, kredi/değer oranının en fazla 0,75 olarak belirlenmesi,
5. Bazı tüketici kredilerine uygulanan Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu oranının artırılması,
6. Kredi kartlarında asgari ödeme oranlarının artırılması,
7. Yüzde 8 olan sermaye yeterlilik oranı sınırının, yüzde 12 olarak uygulanmasıdır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası 2008 Eylül ayında Lehman Brothers'ın batışı ile birlikte likidite desteğini güçlü şekilde sağlamış, Nisan 2010 tarihinden itibaren ise çıkış stratejisi uygulamaya başlamıştır. Kasım 2010 tarihinden itibaren de yeni politika ikilisini gündeme getirmiştir. TCMB vatandaşlara ve kurumlara yeni para politikası ikilisini anlatırken, önümüzdeki dönemde borç kullanmamalarını, özvarlık kullanmalarını, borçlarının vadelerini uzatmalarını, döviz pozisyon durumunu iyileştirmelerini, kur riski taşımamalarını, döviz risklerini ise VOB gibi yerlerde mevcut ürünlerle ortadan kaldırmalarını önermiştir. Ayrıca kanuni karşılık oranlarını arttıran Merkez Bankası, uzun vadeye düşük, kısa vadeyi ise yüksek hale getirerek finansal istikrar için temel hazırlamıştır. Brezilya'da 2010 yılında karşılık oranları yüzde 20, Çin'de ise yüzde 19.5 düzeyine çıkmış bulunmaktadır. Türkiye'de ise zorunlu karşılık oranları TL için 11 ve döviz için 9.4 düzeyindedir. Diğer taraftan ülkemizin diğer kamu kuruluşları da bütçe disiplini önlemleri, hane halkına döviz kredisi yasağı, iç piyasada döviz temelli uzun vadeli borçlanma olanağı yaratılması, tüketici kredilerinde vergi artışı, kredi kartı ile borçlanmalara sınırlama getirilmesi gibi önlemler almışlardır (Gökçe, 2010).



**Şekil 1.2: Bir Polita Aracı Olarak Zorunlu Karşılık Oranları**

Kaynak: Başçı, TCMB, Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru Politikaları, 2010:25.

TCMB'nin söz konusu karar paketiyle, finansal istikrarsızlığın ana kaynağı olarak değerlendirdiği cari açık ile mücadele araçlarını çeşitlendirmeye çalıştığı görülmektedir. TCMB, cari açığın derinleşmesinde önemli rol oynayan ve “sıcak para” diye anılan kısa vadeli portföy yatırımları biçimindeki yoğun sermaye girişlerinin finansal istikrar üzerinde risk oluşturmakta olduğunu sıklıkla vurgulamaktadır. Özellikle Amerikan FED sisteminin ve Avrupa Merkez Bankası'nın küresel krize karşı almakta olduğu canlandırma paketleri uyarınca bankaların ellerinde bulunan değerini yitirmiş finansal varlıkları satın almaya karar vermeleri sonucunda, dünya piyasalarına önümüzdeki 6 ay boyunca 1 trilyon dolara yakın para sunulacağı düşünülmektedir. Söz konusu “sıcak para” akımlarının Türkiye benzeri gelişmekte olan ülkelere spekülative amaçlarla akması ve bu ülkelerin ulusal paralarının aşırı değerlenmesine ve dış açıklarının daha da derinleşmesine yol açması öngörülen bir gelişmedir. Böylesi bir gelişme Türkiye'de ihracatın azalmasına, sanayi üretiminin gerilemesine ve işsizliğin daha da yükselmesine neden olacak ve yeni finansal krizlerin ana kaynağını oluşturabilecektir. Dolayısıyla, Türk finans piyasalarında faiz oranlarını geriletirerek yurt dışından gelecek spekülative sıcak para akımlarına karşı bir fren oluşturması düşüncesi TCMB'nin yeni dönemdeki istikrar stratejisinin ana unsurunu oluşturmaktadır. Ancak, söz konusu faiz indirimi bir yandan da ülke içinde kredi talebini genişleterek, tüketim harcamalarının daha da artmasına ve dolayısıyla dış açığın daha da derinleşmesine yol açacak niteliktedir. Bu tehlikeyi göğüslemek amacıyla TCMB ikinci bir silaha başvurarak zorunlu karşılık oranlarını mevduatın vadesine bağlı olarak yükseltebilecektir. Yeni sisteme göre, zorunlu karşılık oranları 1 aylık kısa vadeli mevduatlarda yüzde 8, 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar için ise yüzde 5 düzeyinde olacaktır (Yeldan, 2010).

2011 yılında ülkemizin GSYH'nin 781 milyar dolar olması beklenmektedir. Doğrudan yabancı sermaye girişinin geçen yılda olduğu gibi 6.5 milyar dolar düzeyinde kalacağı düşünülmürse finansmanda büyük oranda sıcak paranın kullanılacağı öngörülebilmektedir. Cari açığı bu kadar büyüyen bir ekonominin yabancı yatırımcı açısından riski de artacağı için bu büyüklükteki sıcak para ancak faiz artışıyla sağlanabilir. Türk Lirasının aşırı değerlendirildiği zamanlarda sıcak paranın ülkemize girmesi cari açığı arttırmakta, bütçe açığını ise azaltmaktadır. Türkiye ekonomisinde cari açığını ilerleyen aylarda azalmaması haline sıcak para girişini azaltmak üzere Tobin vergisine başvurulmak zorunda kalacağı düşünülmektedir (Eğilmez, 2011).

Türkiye'nin bugünkü sermaye birikim modeline baktığımızda büyük ölçüde uluslar arası sermayeye bağımlı olduğu görülmektedir. Büyümenin kaynağı tüketim ve yatırım harcamalarını finans eden sermaye hareketleri ve borçlanmalardır. Finansal kurumların ve özel kesimin dışarıdan borçlanmaları, toplam talebi ve büyümeyi ivmelemektedir. İzlenen para ve maliye politikaları da bu birikim modeline destek vermektedir. Bu birikim modelinin bir diğer saç ayağı ise baskılanan ücretlerdir. Emeğin verimliliği ile ona ödenen ücret arasındaki makasın sürekli açılması bu birikim modelinin temel unsurlarından birisidir. Emeğin ücretinin baskılanması, ulusal paranın değerlendirildiği yüksek faiz-düşük kur politikasıyla oldukça uyumludur. İhracat artışlarının büyük ölçüde ithalata dayalı olduğu bu modelde uluslar arası rekabet açısından ücretlerin baskılanması önemli bir politika işlevine sahiptir.

Türkiye'nin dış finansmana bağlı büyüme modelinin kendisi, Tobin vergisinin uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Böyle bir modelin sürdürülmesi dış sermaye bağımlı olduğundan Tobin vergisinin uygulanması tek başına bir politika önlemi olmayacaktır. Türkiye için önemli olan sermaye hareketlerine bağlı birikim modelinden vazgeçmek ve ulusal kaynaklarını ve ihtiyaçlarını dikkate alan bilinçli selektif bir sanayileşme politikası izlemektedir. Uluslararası kurumsal, parasal ve mali kısıtları veri olarak Güney Asya Ülkelerinin yaptığı gibi devlet ve özel kesiminin birlikte işbirliği yaparak ulusal ve yerel kurumsal kapasiteyi geliştirecek bir sanayi politikası uygulamaktır. Sonuç olarak Türkiye'nin dışa bağımlı birikim modeli dikkate alındığında Tobin vergisi kısa süreli dengesizlikleri giderse bile uzun dönemde başarısız olacağından yapılması gereken yıllardır devam eden sermaye birikim modelini değiştirmektir.

## *İKİNCİ BÖLÜM*

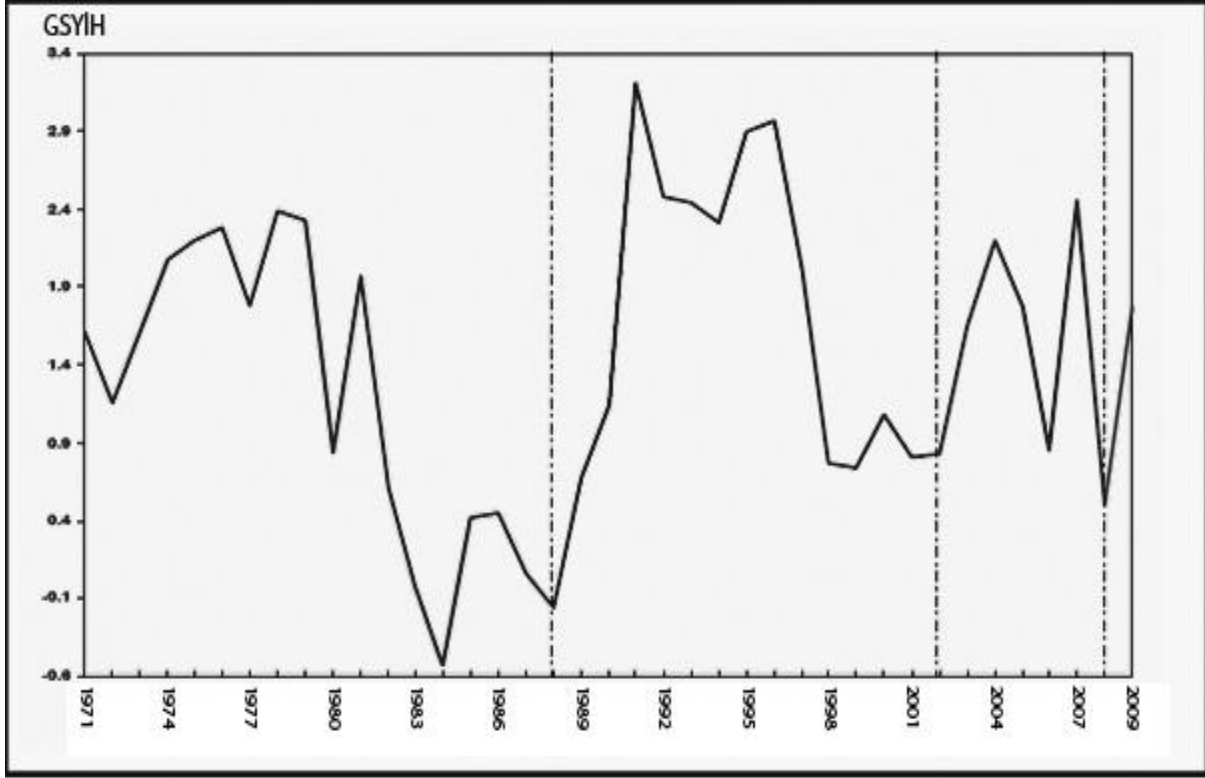
### **SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIRLANDIRILMASI ve ÜLKE ÖRNEKLERİ**

1972 yılında dalgalı kur sistemine geçilmesi ile birlikte dövizin istikrarı olumsuz yönde etkilenmiştir. İstikrarın sağlanması için sermaye hareketlerinin sınırlandırılması gündeme gelmiştir. Dalgalı kur sistemine geçilmeden önce Bretton Woods sisteminde dünya ekonomisi altın-döviz standardına göre hareket etmekteydi. Barry Eichengreen, Bretton Woods sistemi ile dünya ekonomisine 3 önemli değişiklik getirildiğini öne sürmektedir; Bunlarda ilki, sabit oranlı döviz kuru oranları ayarlanabilir duruma gelmiştir. İkincisi, Sermaye kontrollerine sermaye akışını sınırlandırması için izin verilmiştir. Son olarak, küresel ekonomiyi izlemek ve ihtiyacı olan ülkelerin ödemeler dengesi finansmanını sağlamak üzere IMF kurulmuştur (Gallagher, 2011).

Bretton Woods sistemi yürürlüğe girdikten sonra ABD’de Roosevelt yönetimi Truman yönetimine devredilmiş ve uygulanan politikalarda çok önemli değişiklikler yaşanmıştır. Truman, Avrupa ve başka yerlere yapılan sermaye akışlarından daha fazla kazanç elde edebilmek amacıyla New York’ta banka sektörü üyelerini ile bir toplantı düzenlemiştir. Fakat 1970’lere kadar sermaye hareketlerinin sınırlandırılması Amerika Birleşik Devletleri’nde geri tepmiştir. Bretton Woods sistemi için birçok eleştiri yapılmasına karşın 20 yıl süreli imzalanan antlaşma daha sonraları adil bir şekilde çalışmaya başlamıştır (Gallagher, 2011). 1970’li yılların ortalarına kadar gelişmekte olan ülkelere özel sermayenin akışı yabancı yatırımlardan oluşmaktaydı. Fakat 1970’lerde bu tablo değişti ve doğrudan yabancı yatırım akışları nispeten azaldı. Şekil 2.1’de gelişmekte olan ülkelere 1971 ve 2009 yılları arasında gerçekleşen net özel sermaye akışı gösterilmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki finansal serbestleşme ile birlikte Amerika’da büyüyen dış açık ve Eurodolar piyasasındaki hızlı büyüme uluslararası likiditenin hızlı büyümesi borç vermenin öncelikli olarak öne sürülmesinde etkili oldu. Fazla likidite değişken faiz oranlarında sendikasyon banka kredilerine dönüştürüldü ve bu işlemlerin büyük çoğunluğu dolar cinsinden yapıldı. Bankalar, banka dışı özel kurumlar ve kamu kurumları başlıca borçlananelerdi. Gelişmekte olan ülkeler için özel piyasalardan borçlanmak çok uluslu finansal kurumlardan borçlanmaktan daha



çekici olmuştur. Çünkü gelişmekte olan ülkeler bu sayede politik koşullarla karşılaşmıyordu (Akyüz,2011;5) .



**Şekil 2.1: Gelişmekte Olan Ülkelere 1971 Ve 2009 Yılları Arasında Gerçekleşen Net Özel Sermaye Akışı (GSYİH Olarak)**

Kaynak : Akyüz, Yılmaz, Capital Flows To Developing Countries In A Historical Perspective: Will The Current Boom End With A Bust?, South Centre Research Paper N. 37, 2011.

Küresel ekonomide hükümetler piyasada yaşanan olumsuzluklara müdahale etmeleri gittikçe zorlaşmaktadır. Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra sabit kur rejimi terk edilmiş ve hükümetler dalgalı kur rejimine geçmeye başlamışlardır. Sabit kurda merkez bankaları ekonomiye müdahale edebilmekte ve sermaye hareketlerine kısıtlama getirebilmekteydiler. Fakat dalgalı kur rejimi ile birlikte merkez bankalarının ekonomi üzerindeki etkisi de azalmıştır. Bu nedenle teorik olarak ileri sürülen üçlem etkisi (sermaye hareketleri serbest iken merkez bankasının faiz oranını kontrol etmesi durumunda esnek kur sisteminin uygulanması gereği) eleştirilmektedir. Bu yaklaşıma göre bazı durumlarda Tobin vergisi de dahil olmak üzere sermaye hareketlerinin kontrol edilmesinin ülkenin

makroekonomik amaçlarıyla uyumlu olabileceği düşüncesi zaman zaman gündeme gelmektedir.

Sermaye hareketlerine sınırlama getirilmek istenmesindeki en büyük nedenlerden biri spekülative amaçlı işlemlerdir. Dünyadaki tüm ülkelerin ortak bir para birimini kullanması durumunda döviz işlemlerindeki spekülasyonun ortadan kalkması muhtemeldir. Avrupa birliğinin 1999 yılında aralarında tek para birimi olan Euro'ya geçmeleri ile birlikte artık Avrupa birliği ülkeleri arasındaki spekülative amaçlı işlemler büyük ölçüde azalmıştır.

Dünya genelinde veya belirli ülkeleri kapsayacak şekilde ortak bir para birimi kullanılması önerisi birçok yazar ve kuruluş tarafından dile getirilmektedir. Nobel iktisat ödüllü Robert A. Mundell de NATO ülkeleri arasında ortak bir para biriminin kullanılmasını önermiştir. Mundell'e göre daha az para birimi kullanarak daha istikrarlı bir sistem oluşturmak mümkündür. Mundell'in önerisinden daha önce Keynes 1944 yılında ABD'nin Bretton Woods kasabasında birleşmiş milletler para ve finans konferansında Bancor adında ortak bir para biriminin kullanılması önermiştir. Keynes uluslararası bir bankanın bütün merkez bankalarının hesaplarını yöneteceği, bu uluslararası bankanın Bancor adı verilen para birimi üzerinden kredi verebileceği bir sistemi öne sürmüştür. Keynes bu sayede dövizler arası kambiyo piyasalarının ortadan kalkacağı ve spekülative hareketlerin önlenebileceğini düşünmüştür. Fakat yapılan konferansta Keynes'in önerisi kabul edilmemiş, bunun yerine ABD'nin önerisi kabul edilmiştir.

Ortak bir para birimi kullanarak ülkeler arasındaki spekülative amaçlı sermaye hareketlerini sınırlamaya yönelik benzer bir çalışmada son yıllarda Kanada ve ABD arasında da gündeme gelmiştir. Kanada'da ABD doları kullanılması şeklindeki bu öneri Kuzey Amerika Para Birliği Projesi (NAMU) olarak adlandırılmakta ve özellikle Kanada ekonomisine etkileri bakımından son yıllarda artan ölçüde tartışma konusu yapılmaktadır. Giderek daha fazla ülkede uygulanan yerli para biriminin başka bir para birimine endekslenmesi de bu yönde atılmış bir adımdır (Yılmaz, 2002 ). Benzer şekilde, İran'ın İslam Ülkeleri arasındaki ve Japonya'nın Asya Ülkeleri arasında tek para birimi kullanılması önerileri ortak bir para birimi kullanılmasına yönelik düşüncelerden birkaçıdır. Diğer yandan ülkelerin tek para birimine geçmek istemeleri konusunda çeşitli sorunlar yaşanmaktadır. Bu sorunların başında, ise

ülkelerin kendi para birimlerini bağımsızlıklarının bir göstergesi olarak görmeleri ve kendi para birimlerinden vazgeçmek istememeleri gelmektedir.

Özelikle kriz dönemlerinde sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasına yönelik önlemler sıklıkla tartışılmaya devam etmektedir. Kennedy hükümeti sırasında Amerika Birleşik Devletleri'nde de sermaye hareketlerine sınırlandırma getirilmek zorunda kalmıştır. Ödemeler bilançosundaki açıkların önemli boyutlara ulaşması ve resmi altın stoklarının önemli ölçüde erimesi sonucunda 'Faiz İşlemleri Vergisi' adında bir vergi ABD'de 1963 yılında yürürlüğe girmiştir. Bu vergi, yabancı firmaların tahvil ihracı yoluyla Amerika piyasasında fon bulmalarını neredeyse imkansız hale getiriyordu. Bu uygulamadan sonra şirketler Amerika bankalarından kredi talep etmeye başladılar. Fonların bu kez kredi olarak yurt dışına çıkışını engellemek amacıyla 'Gönüllü Dış Kısıtlama İlkeleri' adı altında yeni bir kısıtlama getirilmiştir. Bu tür kısıtlamalar New York'un mali piyasalarındaki etkinliğinin azalmasına neden olmuş ve Euro dolar piyasasının doğmasına ve gelişmesine yol açmıştır (Aslan, 1997;50).

Sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasına yönelik alınan işlem vergisinin belirli bir oranın üzerinde olması gerektiği ünlü iktisatçı Goodhart tarafında dile getirilmiştir. Goodhart (Aktaran Yılmaz, 2002), 1994'de Sao Paulo'da 290 Real çektiği zaman 0,72 Real tutarında işlem vergisi ödediğini ve bu hasılanın, vergiyi tahsil etmek için düzenlenen kağıtlar ile harcanan zamanın maliyetini bile muhtemelen kurtarmayacağını belirtmiştir. Bu açıklamadan sonra Goodhart, hasılatı belirli bir eşiğin altında kaldığı takdirde vergi almakta ısrar etmenin anlamlı olmadığı sonucuna varmakta ve özellikle geniş istisnaların bulunması durumunda vergi kaçırma konusunda yeni imkanların yaratılacağına da dikkate alınması gerektiğini belirtmektedir (Yılmaz, 2002).

İşlem vergisini tek taraflı sermaye hareketleri üzerine getirmekte mümkündür. 1960'larda ABD'de yurt dışına sermaye kaçışını caydırmak amacıyla Reel Faiz Oranı Eşitleme Vergisi (RIRET- Real Interest Rate Equalisation Tax) adıyla bir vergi uygulanmıştır. İsrail ise ülke içine sermaye girişini sınırlandırmak amacıyla benzer bir vergiyi uygulamıştır. Farklı amaçlarla yürürlüğe konan bu vergiler spekülasyonu azaltmada çok önemli etkileri olmamıştır. Sadece döviz ticaretinin değil, sermaye piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin tamamının vergilendirilmesi konusunda da öneriler mevcuttur. Almanya ve İsviçre bu amaçla

yabancı varlıklar üzerine vergi getirmiştir. Ancak bu verginin etkisi kısa vadeli spekülasyonu azaltmaktan çok, yurt dışı yatırımların azalmasına neden olmuştur. Bir diğer görüş ise, ulusal düzeyde uygulanan sermaye kazançları vergisinin, çok kısa vadeli işlemleri yasaklayıcı derecede yüksek oranlarda olmasıdır. Bu uygulama ise uluslararası bir koordinasyona ihtiyaç duyması nedeniyle uygulama şansı çok düşüktür (Akdiş, 2004).

Sermaye kontrolleri, birçok ülkede gerekli görülmesinin bazı nedenleri vardır. Bu nedenler (Aslan,1997;55) ;

- Sermaye kontrolleri, öncelikle ödemeler dengesi sorunlarını çözümlenmeye yardım etmektedir. Aynı zamanda, sermaye kontrolleri son derece değişken olan kısa vadeli sermaye akımlarının yarattığı döviz kuru istikrarsızlıklarını da giderilebilmektedir.
- Sermaye kontrolleri, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yetersiz düzeyde olan yurtiçi tasarrufların yabancı aktifler satın almak yerine, yurtiçi yatırımlara harcanmasını sağlamaktadır. Böylece ülkenin üretim faktörlerinin yabancıların kullanımına sunulması sınırlandırılmış olmaktadır.
- Sermaye kontrolleri, hükümetlerin finansal aktifleri, geliri ve serveti vergilendirme gücünü arttırmaktadır.
- Sermaye kontrolleri, yapısal istikrar programlarının uygulanabilmesi için, sermaye akımlarının istikrar bozucu faaliyetlerinden korumaktadır.

Küresel finansal krizlerden kurtulabilmek için kısa vadeli sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalar, doğrudan ve dolaylı kontroller olarak iki ana gruba ayrılmaktadır. Doğrudan kontroller; açık yasaklamalar, miktar kısıtlamaları ya da onay süreci ile sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır. İdari kısıtlamalar, sınır ötesi finansal işlemlerin hacmini etkilemeyi amaçlar. Bu kontrollerin genel özelliği, sermaye akımlarının kontrolü için bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmesidir. Diğer bir kontrol türü ise, dolaylı kontrollerdir. Buna göre; çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilenmesi ve diğer piyasa temelli önlemlerle sermaye hareketlerinin daha maliyetli kılınarak kısıtlanmaya çalışılmasıdır. Bu kontroller, yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlemin hacmini etkileyebilmektedir (Duman, 2004:47).

Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra sermaye kontrollerin çok sıkı olduğu ülkelerin bile etkili olmaması sermaye hareketleriyle sınırlandırılmasının yararları ile ilgili şüpheleri artırmıştır. Sermaye kısıtlanmasının yarattığı olumsuzlukları dört başlıkta sıralayabiliriz. Bunlardan ilki, sermaye kontrollerinin etkisi ile işlem maliyeti artacağından, portföy çeşitlendirme faaliyeti azalmakta, sermaye piyasaları etkinliğini kaybetmektedir. İkincisi, sermaye kontrollerinin ileride daha da artacağı endişesi ile sermayenin dönüş hızında sapmalar oluşmaktadır. Üçüncü olarak, sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ile ulusal para otoritelerinin yetkileri artacağından, istedikleri anda piyasaya müdahale yeteneği kazanabileceklerdir. Dördüncü olarak ise, kambiyo kontrolleri uygulayan ülkeden daha liberal politika izleyen ülkelere doğru sermaye kaçıışı olacağından sermaye kontrolleri ülke parasının dış değerini düşürecektir (Aslan, 1997;56).

Özellikle 1970'lerden günümüze finansallaşma, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ilişkiyi dönüşüme uğratmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik aşırı sermaye hareketi bu ülkeleri uluslararası rezerv birikimine zorlamıştır. Finansallaşma; finansal sektörün kuralsızlaştırılması, yeni finansal araçların yaygınlaşması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve döviz piyasalarında istikrarsızlığın artması olgularını da içermektedir. Gelişmiş ülkelerde içsel bir süreç olarak ortaya çıkmış olan finansallaşma, gelişmekte olan ülkeleri de içererek küresel bir sürece dönüşmüştür. Gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ardından, finansallaşmanın etkilerini yoğun bir şekilde yaşamışlardır. Bu ise, doğrudan yabancı sermaye ve portföy hisse senedi yatırımları biçiminde beliren olağanüstü boyutlardaki sermaye girişleri biçiminde olmuştur. Gelişmiş ülkelere kaynaklanan, karlı pazar arayışındaki aşırı miktardaki uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde yol açtığı istikrarsızlığa ve kırılganlığa rağmen, sermaye birikimlerini desteklemek için sermaye hareketlerinden yararlanmaya devam etmişlerdir. Aynı zamanda, sermaye hareketlerinin yol açtığı belirsizlik ve kırılganlıktan kaçınabilmek amacıyla makro ekonomik politikalarını değiştirmişlerdir. Benimsenen temel politika ise, çoğunlukla ABD doları olmak üzere, yüksek düzeyde rezerv birikimi olmuştur. Yabancı döviz rezervi birikimi, ülke parasının değerini stabilize etme ve ülkeyi ani sermaye çıkışlarına karşı koruma amacı taşımaktadır (Lapavitsas, 2009;300-301).

Likiditenin bol olduğu dönemlerde, finansal sermaye hareketlerinin serbestliğinin doğal bir sonucu olarak para arzı içselleşmektedir. Para arzının içsel olarak belirlenmesi para arzının, para otoritesi tarafından kontrol edilebilen bir değişken olmasını ve para politikasında bir çapa görevi görmesini engellemektedir. Bu durumda para çapası olarak kullanabilecek değişkenler döviz kuru, enflasyon ve faiz oranıdır. (Akat, 2004). Fakat sabit kur rejiminin pek çok ülkede spekülasyon ataklarla son bulmuş olması döviz kurunun çapa olarak kullanılamamasına neden olmuştur (Sorensen ve Jacobsen, 2005;767). Esnek kur rejiminde ise, sermaye hareketleri tamamen serbest bile olsa ülkelerin merkez bankalarının kendi para politikasını uygulayabilmesine olanak tanımaktadır. Merkez Bankasının kurun değişimini tamamen piyasaya bırakmak koşuluyla yurtiçi nominal faiz oranını, dünya faiz oranından bağımsız olarak belirleyebilmektedir (Sorensen ve Jacobsen, 2005;767). Taylor, özellikle döviz borcu yüksek olan küçük ülkeler için döviz kuru dalgalanmalarının çok maliyetli olabileceğini vurgulamıştır. Döviz kurundaki dalgalanmanın tamamını faiz oranına yansıtmak faiz oranlarının çok fazla artmasına neden olabileceği için merkez bankasının döviz kuruna döviz alım satımları ile müdahalesini de gündeme getirmektedir. Merkez Bankası faiz oranlarını değiştirmeden, döviz alım satımları ile döviz piyasasına müdahale ederse, döviz kurundaki dalgalanmayı azaltabilecektir (Taylor, 2005).

Krugman (1999), yüksek sermaye hareketliliğinin yaşandığı dünyada spekülasyon atak tehdidinin, makro ekonomi politikasının ana konusu haline geldiğini belirtmiş, yatırım kapasitesini belirleyen şirket bilançolarının ve sermaye girişlerinin reel döviz kuru üzerindeki etkilerinin önemini vurgulamıştır. Kurdaki reel bir değer kaybı firmaların bilançolarını bozarak sterilize yatırımları düşürüp bir durgunluğa neden olabilecektir. Montiel (2003:376-382) yurt içi borçluların dış borçlarını ödeyemeyecekleri bir eşik döviz kuru değerinin olduğunu varsaymıştır. Yurt içi ajanların aktiflerinin büyük bölümünün kendi paraları cinsinden olması durumunda eğer yükümlülükler döviz cinsinden olursa, bütün dış borç özel kesime ait olsa dahi, ekonomi kendi kendisini tetikleyecek bir likidite krizi karşısında kırılgan bir konuma düşebilir.

Finansal problemlerde, finansal serbestleşmeyi izleyen aşırı sermaye girişi önemli bir rol oynamıştır. Sermaye girişine bağlı olarak yerel paranın sürekli değer kazanması piyasalarda istikrarı bozucu etki yaratmaktadır. Bu sistemin sürdürülebilir olmadığına inanan bireyler

parasal genişlemenin ileri bir tarihte geri döneceğini düşünürler. Yerel paranın değerindeki artışa bir değer kaybı beklentisi eşlik eder. Döviz kuru veya hisse senedi piyasasında yaşanan bir spekülasyon köpük algısal bir eşik değerini aştıktan sonra yatırımcıların köpüğün patlayacağına dair beklentilerinin artmasına neden olur (Chang ve Velasco, 1999). Roubini (2006) gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında yaşanan krizler, aktif piyasalarındaki köpüklerin, kredi genişlemesi, yatırım patlaması ve cari açığa kaynaklandığını belirtmektedir.

Sermaye girişi ile yerel paranın değer kazanmasını ve bunun sürdürülebilirliği üzerindeki belirsizliğin etkilerini ele alan Brito (1999) yerel paranın reel değerlenmesinin çıktığı uyardığını belirtmektedir. Yerel paranın değerli olması sermaye ve ara malı ithalatını kolaylaştırarak imalat sektöründe bir canlanma yaratabilir. Özellikle kredi kısıtı olan ülkelere yerel paranın değerlenmesi yoluyla gelecek sermayenin yatırımları canlandırması da yerel paranın değerlenmesi ile çıktı arasındaki pozitif ilişkinin ikinci bir göstergesi olarak yorumlanacağını belirtmiş, Asya krizinde de aşırı kredi kullanımını sonucu yaşandığını ifade etmiştir.

Gelişmekte olan ülkelere artan sermaye girişleri kaçınılmaz olarak para politikası yaklaşımını da değiştirmiştir. 1990'ların sonlarından itibaren bu ülkelerin temel politika seçenekleri, daraltıcı para politikaları olmuştur. Enflasyon hedeflemesinin, yabancı sermayeyi çekmeye çalışan gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri için de önemli etkileri olmuştur. Enflasyon hedeflemesi hükümetleri bir dizi daraltıcı para ve maliye politikası uygulamaya itmiştir. Bu politikalar, denk bütçe, mali harcamaların azaltılması ve yüksek faiz oranlarına bağlılığı içermektedir. Böylece, kısa dönem faiz oranları gibi dolaylı piyasa temelli araçlar para politikasının gözde araçlarına dönüşmüştür. Yabancı sermayeyi ülke içerisine çekmek için araç olan yüksek reel faiz oranlarına bağlılık kritik bir unsur olmuştur. Enflasyon hedeflemesi programı uygulanmasının temel nedeninin, aşırı rezerv biriktirirken, sermaye hareketlerinin düzenlenmesi, bir başka deyişle de ülke içerisine çekilmesi olduğu ileri sürülebilir. Öte yandan, enflasyon hedeflemesi, sermaye hareketlerinin düzenlenmesindeki rolünün yanı sıra ücretleri düşürmede de bir mekanizma gibi hizmet ederek gelişmekte olan ülkelerin küresel çapta rekabet edebilmesinin ve birikimlerini arttırabilmesine imkan sağlamıştır (Lapavitsas, 2009;302 ve Cordero, 2008).

Magud ve Reinhart (2006), sermayenin ie akışı üzerindeki kontrollerin para politikasını daha bağımsız hale getirdiğini, sermaye akışlarının kompozisyonunu değiştirdiğini ve reel dvız kuru üzerindeki baskıyı hafiflettiğini söylemektedirler. Hükümetler kısa dönemde dvız kurundaki artışı kısıtlamayı deneseler de sermaye akışları devam etmekte ve dvız rezervlerinin artmasına neden olmaktadır. Sermaye girişi yaşanan ülkelerin bazıları revalüasyon yaparak, bazıları da dvız kurunun esnekliğini arttırarak karşılaştıkları sorunlara cevap vermektedirler. Bazen de şili ve Kolombiya'nın yaptığı gibi politika nerileri birlikte kullanılabilir (Reinhart ve Reinhart, 1998).

Sermaye kontrollerinin kaldırılmasının ülkelere sermaye girişi yaratmayacağı aksine sermayenin gelişmekte olan ülkelere akacağı yönünde eleştirilerde bulunmaktadır. Forbes (2005), gelişmekte olan ülkelerde mülkiyet haklarının gelişmiş ülkeler düzeyinde olmadığı, yatırım için şeffaf kuralların olmadığı ve bir takım idari engeller ile yabancı yatırımcıların bu ülkelerden uzak tutulduğunu dşunmektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerdeki düşük beşeri sermayenin de verimliliği azalttığını belirtmektedir. Bu şartlar altında sermaye kontrollerinin uygulanmadığı bir durumda sermaye akışlarının gelişmekte olan ülke piyasalarına değil gelişmiş ülke piyasalarına akabileceğini ifade etmiştir.

Sermaye kontrollerinin uygulanması gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelerde farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde sermayenin ve yatırımların dağılımına finansal piyasalar karar verirken, gelişmekte olan ülkelerde ise hükümetler devreye girmekte ve piyasa disiplini bozulmaktadır (Johnson ve Milton, 2001). Sermaye kontrolleri, düzenlemelerden ve vergiden kaynaklanan bir bozulma olmadığı durumda uzun dönemde etkin olmayan kaynak dağılımına yol açması muhtemeldir (Dornbush, 2001).

Sermaye kontrollerinin varlık fiyatlamasının etkinliğini ve varlık piyasalarındaki likiditeyi de olumsuz etkilediği düşünülmektedir. Uygulanan kontroller ile yabancı sermayenin ülkeye akışında bir engel oluşacak, yatırıma yönlendirilecek kaynak miktarı ve likidite azalacaktır. Kontroller ile yeterli kaynak sağlayamayan yerli yatırımcılarda sermaye bulamadığı için yatırımlarını azaltmak zorunda kalacaktır. Sermaye kontrolleri ekonomide rekabet ortamı bozarak piyasanın disiplinine zarar verecek ve sermayenin etkin olmayan bir şekilde dağılmasına yol açacaktır. Ayrıca firmaların borçlanma maliyeti ve toplam yatırımlarını da olumsuz yönde etkileyecektir (Forbes, 2005).



Rodrik ve Kaplan (2001), sermaye kontrollerinin etkinliğinin uzun dönemde incelenmesinin daha yararlı olacağını dile getirmişlerdir. Çünkü kontrollerin kısa dönemde faydalı olsa bile uzun dönemde zarar getireceğini belirtmişlerdir. Hükümetlerin kısa vadeli spekülasyon akımları önlemek için kontrol uygulaması durumunda bile uzun vadeli doğrudan yabancı yatırımların olumsuz etkileneceğini ifade etmişlerdir.

2007 küresel krizi ile birlikte varlık fiyat balonlarının patlaması, deflasyonu döviz kurlarındaki oynaklık bütün dünyanın sorunu haline gelmiştir. Sermaye kontrollerinin uygulanması uzun bir aradan sonra yeniden dünya ekonomisinin gündemine gelmiştir. IMF'nin döviz düzenlemeleri ve döviz kısıtlamaları ile ilgili yıllık raporuna göre 2010 yılında 144 ülke sermaye piyasasının güvenliğinde, 124 ülke para piyasasındaki enstrümanlarda, 94 ülke türev piyasalarda, 86 ülke ticari kredilerde ve 120 ülke finansal kredilerde sermaye kontrolü uyguladığını bildirmiştir. Bu sayı 1995 yılında 119 ülkeydi. Tablo 2.1 kriz sırasında sermaye akışları üzerinde sermaye yönetim tekniklerini ve 2009-2011 yılında sermaye kontrollerinin uygulandığı başlıca ülkeleri göstermektedir. Bu listede sadece 2009 ve 2010 yılında sermaye kontrollerinde yapılan düzenlemeler gösterilmektedir. Çin ve Hindistan gibi sermaye kontrollerini direkt olarak uygulayan ülkeler listede yer almamaktadır (Gallagher, 2011).

**Tablo 2.1: 2007 Küresel Finansal Kriz Sırasında Sermaye Akışları Üzerinde Sermaye Yönetim Tekniklerini**

ÜLKE	TARİH	ÖNLEM
BREZİLYA	20 EKİM 2009	Sermayenin içe akışından % 2 oranında vergi alındı.
	19 KASIM 2009	ADR vergi oranı %1,5 olarak belirlendi.
	4 EKİM 2010	Sermayenin içe akışından alınan vergi % 4 yükseltildi.
	18 EKİM 2010	Sermayenin içe akışından alınan vergi % 6 yükseltildi.
	6 OCAK 2011	Merkez Bankasında karşılık tutma zorunluluğu getirildi.
ENDONEZYA	16 HAZİRAN 2010	Merkez Bankasında en az 1 ay karşılık tutulması zorunluluğu getirildi
GÜNEY KORE	1 TEMMUZ 2010	Döviz kontrolü
	19 ARALIK 2010	Sermayenin dışa akışına vergi getirildi.
TAYVAN	10 KASIM 2009	Sermayenin içe akışına önlemek amacıyla kontroller başladı.
	21 ARALIK 2010	Döviz kontrolü
	30 ARALIK 2010	Merkez Bankasında karşılık tutma zorunluluğu getirildi.
TAYLAND	13 EKİM 2010	Sermayenin içe akışından % 15 oranında vergi alındı.

Kaynak: Gallagher, Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis, 2011.

Sermaye hareketlerin yönelik geçmişteki uygulamalarla ilgili çekincelere karşın, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde sıklıkla finansal istikrarsızlıklar ve krizler ortaya çıkmaktadır. Ülkelerin yerel piyasalarının diğer ülkelerin piyasalarla iç içe girdiği, insanların istedikleri ülkeye istedikleri zaman para yatırıp istedikleri zaman paralarının alabildiği, yapılan yatırımların genelde kısa vadeli ve spekülâtif olduğu günümüzde hükümetlerin yaşadıkları en ufak sorunlar yatırımcıları olumsuz etkilemekte ve ülke ekonomileri çok zor durumlarda kalabilmektedirler. Tablo 2.2’de sermaye kontrollerinin finansal koruyuculuk olarak seçilmesinin olumlu ve olumsuz yönleri gösterilmiştir.

**Tablo 2.2: Kısa Dönem Sermaye Kontrollerinin Finansal Koruyuculuk Olarak Seçilmesinde Avantaj Ve Dezavantajlar**

	<b>Şili tarzı mevduat ihtiyat miktarları</b>	<b>Dış borçlar üzerinde geleceğe yönelik düzenlemeler</b>	<b>Kısa dönem sermaye sızıntıları üzerine kısıtlamalar</b>
<b>Maliyetler ve oranlar</b>	Yerel faiz oranları artar, fakat hükümetler vergi geliri ve likidite elde ederler.	Yerel borçlular için fiyat oranları artar, fon kaynaklarının kısıtlanması gibi.	Düşük fiyat oranları, yüksek yönetim giderleri.
<b>Uygulama kolaylığı</b>	Karmaşık: etkili olması için geniş kapsamlı sigorta teminatı gerekir.	Karmaşık: Uygunluğun garanti edilmesi için dikkatli izlemeyi gerektirir.	Daha karmaşık: Vergiden kaçınmak için teşvikler güçlüdür. Özellikle kontroller süreklilyse.
<b>Geçerlilik</b>	Ödenmemiş borçların vadesini artırabilir, fakat büyük uluslararası fiyat ve faiz oranı şoklarından ekonomiyi izole edemez.	Direkt olarak kısa vadeli borcu azaltır ve bunun sonucu olarak para dolaşımındaki uyumsuzluk yüzünden kırılmaşır.	Malezya’daki sonuçların belirtilen amaçlarla tutarlı olmasına rağmen genel olarak geçersizliği kanıtlandı.

Kaynak: World Bank, Global Development Finance, 2000; 101.

Neo-liberal çağda sermaye kontrollerine karşı çıkan birçok politik güç günümüzde politik ve ekonomik gücünü yeniden kazanmaya başlamasına karşın, birçok ülkede halen sermaye kontrollerini uygulanmaktadır. Brezilya, Endonezya, Kolombiya, Güney Kore, Tayvan, Tayland ve diğerleri. Daha ötesi, G-20 ve IMF yeni global rejimi kurmak için sermaye

akımlarına düzenleme getirilmesini önermektedir. Amerika’da günümüzde sermaye kontrollerine karşı aldığı katı tutumu yumuşatmıştır (Gallagher, 2011).

19 Şubatta yayınlanan ”Sermaye akışı: Kontrollerin önemi” konulu bildiride IMF, gelişmekte olan piyasalara yapılan sermaye akımları üzerine uygulanan kontrollerde hangi koşulların yararlı olacağını veya finansal kaygıların giderilmesi için hangi politika araçlarının kullanabileceğini tartışmıştır. Bildiri, yıkıcı mali krizin ardından makroekonomik ve mali politika çerçevesini değerlendiren 186 üyeli uluslararası kurumun personelinin ortak çalışmasının bir parçasıdır. IMF çalışanlarına göre hükümetlerin yabancı sermayenin kısa vadeli ya da ani dalgalanması karşısında uygulayabilecekleri politika seçenekleri bulunmaktadır. Bunlar ([www.imf.org](http://www.imf.org)):

- 1-Daha fazla zorunlu karşılık oranı ayrılması,
- 2-Para ve maliye politikasının değiştirilmesi,
- 3-Finansal sistemdeki aşırı riski önlemek için kuralların güçlendirilmesi,
- 4-Sermaye kontrolüdür.

Bazı durumlarda sermaye kontrolleri sorunların çözümü için ekonomik veya ihtiyatlı çözümleri tamamlayıcı bir unsur olabilecektir ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

IMF finansal istikrar kaygısının, makro ihtiyati önlemlerin yetersiz ve etkisiz olduğu yerde sermaye kontrollerinin işe yarayacağını vurgulamaktadır. IMF’in belirttiği konulardan ilki, makroekonomik politika seçeneklerinin öncelikli olmasının önemidir. IMF’in üzerinde durduğu ikinci nokta ise, makro ihtiyati önlemler ve sermaye kontrolleri finansal sistemdeki kırılmalıkları azalttığı kadar, bozulmalar da yaratabileceğidir. ‘Kötü para’ kadar, ‘iyi paranın’ da girişi azalabilir. Üçüncü olarak, önlemler en önde yer alan riskleri hedeflemelidir. Sermaye akımları, düzenlenmiş finansal sistem aracılığıyla geliyorsa makro ihtiyati düzenleme ana araç olmalıdır. Sermaye akımları, piyasaları ve kurumları ‘by pass’ ettiğinde ise düzenlemeler yeterince hızlı ve etkili biçimde yapılamıyorsa sermaye kontrolleri en iyi seçenek olabilir. Son olarak, sermaye kontrollerinin tasarımı ülke koşullarına uygun biçilmelidir. Girişler makro kaygıları yükseltiyorsa sermaye kontrolleri yaygın, çoğunlukla fiyat odaklı ve geçici

olmalıdır. Finansal istikrar kaygısı önde ise en riskli sermaye akımı hedeflenmelidir (Gürses, 2010).

Her ülkenin ekonomik yapısına ve sermaye akımının büyüklüğüne uygun, doğru politika karışımı olmalıdır. Analizler sermaye akışlarının bir ülkeyi finansal kriz sırasında daha kırılgan yapabileceğini göstermektedir. Bu bildiri aynı zamanda son küresel krizde elde edilen bulguların ülkelerin büyük borçlanma stokları ve finansal sektöre yapılan yüksek yabancı yatırım ile ülkelerin kriz sırasında daha kötü durumlarla karşılaştığını göstermektedir (www.imf.org).

Asya Kalkınma Bankası'nın raporuna göre sermaye akışları bölgenin finansal piyasalarındaki istikrarı tehdit ediyorsa gelişen Asya'da hükümetlerin tetikte olması gerekmektedir. Gelişen Asya Sermaye Piyasası bölgede hızlı ekonomik büyüme ile deniz aşırı yatırımların dikkatini çekmiş, Avrupa'da artan borç sorunlarının etkisi sınırlı kalmıştır. Piyasaları enflasyon gibi birçok risk ile karşılaşan ülkeler ekonomiyi canlandırmak için önlemler almışlardır. Asya sermaye piyasası; Asya kalkınma bankasının bölgenin eşitliği, tahvil ve para piyasaları için yıllık değerlendirmesinde büyük sermaye akışlarının bölgenin anahtar sorunu olduğunu belirtmiştir (www.adb.org).

Birleşmiş Milletler Ajansı, Asya ülkelerinin giderek artan enflasyon ve yaratılan varlık fiyatları balonlarını yönetmek için kendi politika araçları ile sermaye kontrolü uygulamalarını düşünmeye başlamalarını önermiştir. Bangkok merkezli bir ajans ise Asya ve Pasifik büyüme ile para akışının körüklenmesi sonucunda enflasyon baskısının güçlenmesinin kısa vadede en önemli sorun olduğunu belirtilmiş, gelişmiş ülkelerde geleneksel ihraç pazarları iyileştirilirken Çin deki talebin arttırılması için güçlü bir Yuan'ın kritik öneme sahip olduğu vurgulanmıştır (Adam ve Kate, 2010).

Deniz aşırı ülkelere yapılan yatırımlar yerel para üzerindeki yukarı yönlü baskıyı arttırmaktadır. Gelişmekte olan Asya hisse senetleri 2009 yılında yerel tahvil ihracı 3,69 trilyon dolar iken ABD doları cinsinden %73 getiri sağlamıştır. Asya Kalkınma Bankasının Raporunda, sermaye akımlarında yaşanan dalgalanmalar ile piyasalara giren portfolyo akımlarının yatırımcıların gelişmiş piyasalar ile Asya piyasası arasında avantaj elde etmelerini sağladığını belirtmiştir. Raporda ayrıca döviz kurları üzerinde aşırı baskı olduğunda, makro

ekonomik politika önlemlerinin etkin olmadığı durumlarda ve döviz kuru hareketlerinin belirsiz olduğu durumda sermaye kontrollerinin uygulanması uygun olabileceği ifade edilmiştir (www.adb.org).

Gelişmekte olan çeşitli ülkeler yaşadıkları ekonomik krizler karşısında sermaye hareketlerini sınırlandırmak zorunda kalmışlardır. Bu bölümde sermaye hareketlerini kontrol eden ülkelere Malezya, Şili, Kolombiya, Tayland ve Brezilya incelenecektir.

## 2.1. Malezya

Asya krizinin 1997 ortalarında Tayland'da başlamasının hemen ardından kriz Malezya'ya da sıçramış ve Temmuz ayında Malezya para birimi olan Ringgite karşı spekülasyon atakları yaşanmıştır. 1990 yılında 100 olan efektif reel kur endeksi 1997 Ocak-Temmuz döneminde 115-120 aralığında seyrederken, sonraki 6 ayda değer kaybı yaşayarak 1998 yılı Ocak ayında efektif reel kur endeksi 75 seviyesine gerilemiş, bunu hisse senetlerindeki düşüş izlemiştir. 1997 Nisan ayında 1.200 puan olan Kualo Lumpur Menkul Kıymetler Borsası endeksi % 78,3 değer yitirerek, Eylül ayında 260 puana gerilemiştir. Ringgit ve borsadaki aşırı değer kaybı doğal olarak bankaların mali yapılarını zayıflatmış, pek çok banka batmış veya batma noktasına gelmiştir. Bu arada Moody's ve Standard and Poor's ülkenin kredi notunu düşürerek Malezya'nın uluslararası piyasalardan borçlanabilmesini zorlaştırmıştır. 1997 yılında tüm bölge ülkeleri ekonomik büyümede yavaşlama göstermiş ve 1998 yılında ülke ekonomileri önemli ölçüde küçülme ile karşı karşıya kalmışlardır. Bu gelişmeler üzerine, Malezya hükümeti 1 Eylül 1998 tarihinde uluslararası çevrelerde de oldukça tartışılan sermaye hareketleri üzerine bir dizi kontrol getirme kararı almıştır (DTM, 2001).

Uluslararası finansal toplumun bazı üyeleri Asya'dan dışarı akan sermayenin bölgesel rejimlerin zayıf makro ekonomik piyasaları disipline ettiğini ileri sürerken, Malezya başbakanı Dr. Mahathir Mohamad bu durum karşısında düşüncesini '*Piyasanın hükümeti disipline edebileceği fikri sadece saçmalaktır*' sözleriyle dile getirmiştir (Abdelal ve Alfaro, 2003;3). Malezya bu yaklaşımdan hareketle sermaye kontrollerine yönelmiştir. Sermaye kontrollerinin ilk hedefi Ringgit'e karşı yapılan spekülasyonu bitirmek olmuştur. Bu spekülasyonların çoğu Ringgit'in offshore piyasalarda (özellikle Singapur piyasasında) kısa süreli satışlarından kaynaklanmaktaydı. Bu piyasalar da Ringgit mevduatlarına yüksek oranlı

faizler veriliyordu. Hükümet offshore ticareti kapatmak için bütün Ringgit satıcılarını kontrol altına alarak, elde tutulan bütün Ringgit'lerin ülkeye iade edilmesi zorunlu tutmuştur. Bu önlemler, sermayenin dışarı gitmesine ve paranın daha fazla değer kaybedeceği endişesine yol açmıştır. Malezya hükümeti de yapılan yabancı yatırımların 1 yıl süre ile ülke dışına çıkmasını yasaklamıştır (Kaplan ve Rodrik, 2001;10)

1997 Temmuz'unda Tayland Baht'ında yaşanan devalüasyon, Malezya Ringgit'i üzerinde güçlü bir baskı hissedilmesine neden olmuştur. Yetkililer Ringgit'in likiditesini azaltmak ve İnterbank gecelik nakit oranını yüzde 40'a kadar arttırmak için müdahalede bulunmuştur. Aslında, yetkililer faiz oranlarına karşı Ringgit'i savunmayı denemelerine karşın döviz piyasasının baskısı ve Filipin Peso'sundaki dalgalanmalar, döviz piyasasındaki dengesizliğin kısa zamanda giderilemeyeceğini ve yüksek faiz oranlarının uzun dönem için gerekli olacağını göstermiştir. Malezya 1992 ve 1996 yılları arasında yıllık bazda, ülkeye portföy girişi gerçekleşmiş, 1997'nin ilk üç çeyreğinde ise ülke dışına sermaye çıkışı yaşanmıştır. 4 Ağustos 1997'de merkez bankası spekülasyon saldırılarını durdurulması için yerel bankalara yerleşik olmayanların döviz alım-satımına 2 milyon dolar limit getirmiştir. Bu sınır yerel ve offshore piyasalardaki Ringgit faiz oranları arasında bir destek yaratmış ve portföy çıkışının yavaşlamasında etkili olmuştur. Malezyalı yetkililer, Eylül 1998'de portföy sermaye çıkışlarının sınırlandırılması ve offshore piyasalarda Ringgit'in faaliyetini ortadan kaldırmak için sermaye kontrollerini başlatmışlardır. Portföy yatırımcılarının birikimlerinin en az 1 yıl boyunca Malezya'dan çıkışı kısıtlanmıştır ve Ringgit'in offshore piyasalardaki ticareti yasaklanmıştır. Bu uygulamalardan sonra ekonomi dengeye gelmeye başlarken, portföy akımlarının ülke dışına çıkışı yavaşlamıştır ve en sonunda da uygulama kaldırılmıştır. Malezya sermaye kontrolleri ile ilgili gelişmeler Tablo 2.3'de gösterilmiştir (Kawai ve Takagi, 2003;9-10).

Malezya'nın uygulamış olduğu sermaye kontrollerinin etkinliği oldukça tartışmalıdır. Malezya 1998 yılında yüzde 7,4 oranında küçülme göstermişken, 1999 yılında yüzde 5,6, 2000 ve 2001 yıllarında ise yüzde 6 oranında büyümüştür. Bazı araştırmacılar bunu sermaye kontrollerine bağlarken bazıları da ülkenin kriz öncesinde verdiği kamu bütçesi fazlalığına, ulusal tasarruf oranlarının yüksekliğine ve ülkenin ihracat patlaması yaşamasına bağlamaktadırlar (Kama, 2003;75).

**Tablo 2.3: Malezya’da Sermaye Kontrollerinin Kısa Özeti**

Gün	Politika hedefleri	Özel önlemler
Eylül 1998	Ringgit’e yönelik spekülasyonu caydırmak ve para politikasının bağımsızlığını arttırmak	Malezya tahvillerinin satışından elde edilen kazancın ülkeden çıkışı için 12 aylık bir kısıtlama getirmiştir. Ringgit offshore işlemlerde yasaklanmıştır.
Şubat 1999	Sermaye göçünü engellemek ve yabancı yatırımcıları yeniden kazanmak	Two-tier ile birlikte portföy sermayesinin çıkışının 12 ay süreli kısıtlanmasını da kapsayan bazı kolaylıklar getirilmiştir.
Eylül 1999	Daha fazla gevşeme sağlamak	Ülkeden çıkan sermaye üzerine konan kısıtlamalar değiştirilmiştir. Two-tier sistemi yerine paranın ülkeden ne zaman çıktığına bakılmaksızın yüzde 10 oranında düz oranlı bir vergi getirilmiştir.
Şubat 2001	Daha fazla kolaylık sağlamak	Sermaye çıkışından alınan yüzde 10 oranındaki vergi değiştirilmiştir.
Mayıs 2001	Portföy yatırımları üzerindeki kontrolü kaldırmak	Sermaye çıkışlarından alınan vergiler tamamen kaldırılmıştır.

Kaynak: Kawai ve Takagi, 2003;10.

## 2.2. Şili

Sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerden en dikkat çeken Şili’dir. Şili’de sermaye girişine uygulanan kontroller kısa dönemli sermayeyi olumsuz yönde etkilerken, uzun dönemli fonları ülkeye çekmeyi başarmıştır ve bu sayede ülke ekonomisine istikrar getirmede büyük bir katkı sağlamıştır (Edward, 1999;10).

Şili’de sermaye kontrolleri 1930 yıllarda başlamış ve 1970’li yılların ortalarına kadar devam etmiştir. Kontroller 1970’lerin sonunda ve 1980’lerin başında yavaş yavaş kaldırılarak, serbestleştirilmiştir. Fakat 1980’lerde yaşanan krizle birlikte tekrar kontroller sıkılaştırılmıştır. (Gallego ve Hebbel, 2000;367).

Şili, 1960’lı yıllarda enflasyon ile mücadele etmeye önem vermiştir. Şili’de bu yıllarda iktidarda bulunan hükümet ithal ikameci politikalar uygulamış ve 1964 yılına kadar iktidar



olan hükümet parasal istikrara önem vermiştir. 1970 seçimiyle iktidara gelen Salvator Allende üç yıl içinde Şili'yi hiperenflasyona sürüklemiştir. Özellikle bu dönemde, madenlerin ve sanayi işletmelerinin mülkiyetlerinin devletleştirilmesi, fiyat kontrolleri ve enflasyonsuz büyümeyi esas alan yapısalcı makro iktisat teorileri uygulanmaya çalışılmıştır (Kama, 2003;67).

1980'li yıllarda, Latin Amerika ülkelerinde yüksek kronik enflasyon ve ekonomik daralmalar yaşanmasına karşın, Şili ekonomisi 1984 yılından beri % 4 ila % 12 arasında değişen oranlarda büyümeyi sürdürmüş ve enflasyon oranını da % 20'ler seviyesinde tutmayı başarmıştır. Bu başarının nedeni, yapısal reformların diğer ülkelere göre daha önce gerçekleştirilmesi ve reformların demokratik olmayan bir sistem içerisinde yapılmış olmasıdır (www.dpt.gov.tr) .

1988'li yıllarda sermaye akımlarının büyümesi ile birlikte Merkez bankası 1991 yılında karşılığı konmamış bir vadeli rezervi (genellikle 1 yıl) tutma yükümlülüğü karşısında piyasaya giriş için seçici kısıtlamalar getirmiş ve sermayenin dışarı çıkışı ile ilgili kontroller serbestleşmeye başlamıştır. Aynı zamanda sermaye girişleri üzerindeki diğer nicel ve yönetsel kontrollerde azaltılmıştır (Gallego ve Hebbel, 2000;367).

1989 yılında dünya faiz oranlarının düşmesi ve kamu kesiminde uygulanan kısıtlamaların azaltılması ile 1990 yılının ortasından itibaren ülke artan döviz hareketlerinden payını almıştır. 1990 Temmuz ayında piyasalarda dalgalanma bandı tavan seviyesine ulaşmıştır. 1990 yılında Şilili otoriteler sermaye akımlarını düzenlemek ve rezerv artışının parasal etkilerini sterilize etmek için para ve döviz piyasalarına çeşitli müdahalelerde bulunmuştur. Şili koyduğu hedefleri gerçekleştirmek için üç araçtan faydalanmıştır. Bunlar; para sepeti sistemine göre değerlendirilen döviz kuru sistemi, açık piyasa işlemleri yoluyla rezerv artışlarının parasal etkilerinin sterilizasyonu ve kısa vadeli zararlı sermaye akımlarını caydırıcı zorunlu rezerv karşılıkları ile belirli harç uygulamalarıdır (Kama, 2003;67)

Demokrasiye geçiş sürecinin başlatıldığı 1989-90 yıllarında ekonomik dengede bazı dalgalanmalar yaşanmış fakat enflasyonun artmasına ve negatif büyümeye izin verilmemiştir. Şili ekonomisi 1990 yılında sıfır büyüme ve enflasyonda 9 puanlık bir artış göstermesine

rağmen, 1991 yılından itibaren enflasyonun tekrar kontrol altına alınmış ve büyüme sağlanmıştır (www.dpt.gov.tr).

Şili’de uygulanan sermaye kontrollerinin sermaye girişleri hacminin kısıtlanmasında etkisi sınırlı ve kısa süreli olmuştur. Ancak uygulanan politikalar kısa süreli akımları caydırmak ve sermaye girişlerinin yapısını değiştirmek açısından başarılı olmuştur. Uygulanan kontroller sonucunda ülkeye giren sermaye miktarı azalmamış, kısa vadeli akımlardaki azalma ise tümüyle uzun vadeli sermaye girişlerindeki artışla giderilmiştir. Ülkeye giren toplam sermaye içerisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı yüzde 73 iken, bu oran 1998 yılında yüzde 3’e düşmüştür. Kısa vadeli, sermaye girişlerinin azalması döviz kurunun aşırı değerlendirilerek cari işlemler dengesinin bozulmasını ve kurun çökmesine yol açabilecek bir yabancı sermaye kaçışını zorlaştırarak ekonominin kırılganlığını, dolayısıyla da finansal kriz riskini azaltmıştır (Keskin, 2009;160,161).

Şili, sermaye kontrollerini en başarılı şekilde uygulamayı başarmış ülke olarak kabul edilmektedir. Bazı yazarlar ise Şili’nin başarısının daha önceki yıllarda uygulanmaya başlanmış makro ekonomik istikrar sağlayıcı politikalarının meyvelerinin aynı dönemde toplanmaya başlanmasıyla karıştırıldığını belirtmektedirler. Ancak sermaye akımlarının kompozisyonunun sermaye kontrollerini uygulamaya başladıktan sonra değişmiş olduğunu (1990 yılında orta ve uzun vadeli sermayenin payı toplamın %23’ünü oluştururken, bu oran 1997-98’de %62’ye çıkmıştır) da unutmamamız gerekir (Kama, 2003;69).

Şili’nin uyguladığı sermaye kontrollerin beş önemli elementi bulunmaktaydı (Babaoğlu, 2005,72):

- Sermaye girişinin süresine bakılmaksızın, yurtdışı krediler ve menkul kıymet ihraçları da dahil olmak üzere tüm portföy yatırımları, merkez bankasında bir yıl süresince tutulacak ve nemalandırılmayacak zorunlu karşılığa tabi idi. Zorunlu karşılık oranı ilk olarak 1992’de % 20 olarak belirlenmiş, daha sonra % 30’a yükseltilmiş ve 1996 yılında % 10’a düşürülmüştür.
- Ticaretin finansmanında kullanılan krediler de aynı zorunlu karşılığa tabi idi.
- Yerli firmalar tarafından yurtdışına ihraç edilen menkul kıymetler için ortalama minimum vade dört yıl olarak belirlenmiştir.

- Yerli firmalar tarafından yurtdışında gerçekleştirilen hisse senedi ihraçlarına da en az 10 milyon dolar sınırı getirilmiş ve ihraç edici firmalar da yüksek kredi derecesine sahip olanlarla sınırlanmıştır.
- Doğrudan yatırımlar için, başlangıç yatırım sermayesine bir yıl için geri çekilememe sınırı getirilmiştir.

Kontrollerden ilk dördü sermaye girişlerini, sonuncusu ise sermaye çıkışları üzerine uygulanan kontrollere örnek teşkil etmektedir. Ancak uluslararası piyasalarda en çok ilgi göreni nemalandırılmayan zorunlu karşılıklar olmuştur. İkinci maddedeki kısıt ülkenin ticaret hacmini olumsuz etkilediğinden istenmeyen bir çözüm olmakla birlikte eksikliği ilk maddedeki kısıtlamalardan kolaylıkla kaçınılmasına yol açacağından dolayı uygulanmak zorunda kalmıştır (Babaoğlu, 2005,72). Tablo 2.4’de Şili’de arz fazlası için alınan politik tedbirlerin özeti gösterilmiştir.

**Tablo 2.4: Şili’de Sermaye Hareketlerinin Düzenlenmesi****Doğrudan Yabancı Yatırım:**

Doğrudan yabancı yatırım üzerindeki tek kısıtlama, sermaye akışları ile ülkeye gelen paranın Şili’de en az bir yıl boyunca kalması mecburiyetidir. Doğrudan yabancı yatırım maksimum yüzde 30 borç bilişeni ile finanse edilmelidir. Bu oran 1997 yılında yüzde 50 oranında azaltılmıştır.

**Portföy Yatırım Akışları:**

1994 yılında 50 milyon dolar olan ADR miktarı daha sonra minimum 25 milyon dolar olarak belirlenmiştir. Finansal olmayan kuruluşlar için gerekli olan rating oranı minimum BBB bankalar için ise BBB+ olmasına kararlaştırılmıştır.

**Diğer Finansal ve Portfolyo Akışları:**

Bankaların merkez bankasına yatırımları gereken karşılık oranı yüzde 20 olarak belirlenmiştir. Bu oran ticari kredileri, yabancı para mevduatlarını, doğrudan yabancı yatırım kredilerini ve tahvil ihracını kapsamaktadır. Tahvil ihraç edenler ile ADR ihraç edenler aynı kısıtlamalar ile karşı karşıya kalmışlardır.

**Şili’de Finansal Olmayan Özel Sektör Tarafından Yapılan Yabancı Yatırımlar:**

Yatırımcılar sadece resmi döviz piyasasına girmeyi değil aynı zamanda Merkez Bankasından yurt dışı yatırımlara yönelik bilgi almayı da istemektedirler. Bu istekler için yatırımcıların Merkez bankasından izin almaları gerekmektedir ve bunu elde etmeleri zor değildir. Günümüzde, resmi ve serbest döviz kurları eşittir.

**Şilili Kurumsal Yatırımcıların Yabancı Yatırımları:**

Yabancı yatırımlara; emeklilik fonları, yatırım fonları ve hayat sigortası şirketleri tarafından tutulan yabancı varlıkların türlerine ve miktarlarına limit getirilmiştir. Emeklilik fonlarının tutulmasına, yabancı varlıkların ve toplam yabancı hisselerin yarısı ile sınırlandırılan stokların yüzde 12’si kadar izin verilmiştir.

**Bankalar Tarafından Yapılan Yabancı Yatırımlar:**

Ticari bankalar tarafından yabancı finansal yatırımlara banka sermayesinin yüzde 25’i oranında sınırlama getirilmiştir. Bankalara, Latin Amerika ülkelerine ait kurumlar arasında ticaretin finansmanı için döviz mevduatı kullanmasına yetki verilmiştir.

Kaynak: Agosin ve French-Davis , 2000;30.

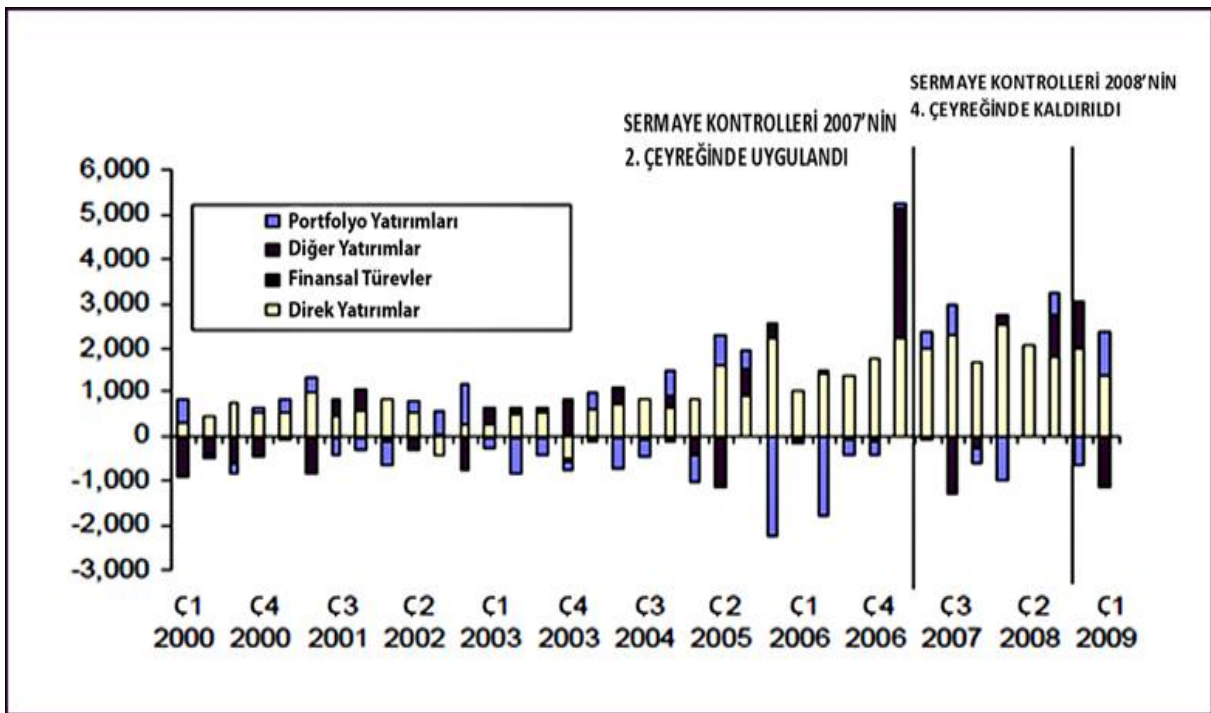
### 2.3.Kolombiya

Kolombiya'da sermaye hesabının serbestleşme süreci 1991 yılında başlamış, 1967 yılından beri uygulanan katı döviz kontrol rejimi değiştirilmiştir. 1990 yılında yeni seçilen başkan Gaviria, ithalat iznini ortadan kaldıran ve büyük ölçüde ithalat ve gümrük vergisini azaltmayı amaçlayan bir ticaret serbestleşmesi programı açıklamış, Merkez Bankasının döviz piyasasındaki tekeli ortadan kaldırmıştır. Serbestleştirme iki aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk olarak, dolaysız yabancı sermaye serbestleştirilmiş ve ulusal mali araçlar veya banka hesapları vasıtasıyla yurtdışı döviz yönetimine izin verilmiştir. Ancak, sermaye işlemleri için dış kaynakların nihai kullanımı kısıtlanmış ve dış borçlar için vade oranı en düşük seviyede belirlenmiştir. Aynı zamanda yabancı yatırım fonlarının Kolombiya sermaye piyasasına girişine izin verilmiştir. İkinci olarak, 1993 yılında döviz piyasası kredileri için iç ve dış finans kurumları ile birlikte Kolombiya'da ikamet edenlerinde sermaye piyasasına girişine ve ilgili tarafların konuyla ilgili mali koşulları serbestçe görüşebilmesine izin verilmiştir. Fonların kullanımı için kısıtlanma uygulanmamış, Kolombiya'da ikamet edenlerinde serbestçe yurt dışında yatırım yapmalarına izin verilmiştir. Dış faktörler, yapısal reformlar ve düzenleyici değişiklikler sermaye akımlarının gelişimine çabucak yansıtılmıştır. 1992'de hem doğrudan yabancı yatırım hem de portföy yatırımlarında artış yaşanmıştır (Uribe, 2003;128-129).

1994 yılının başında döviz sertifikaları merkezi paritenin %15'i etrafında dalgalanabileceği bant sistemine genişletilmiştir. 1994 yılının sonuna doğru merkezi parite %7 oranında revalüe edilerek bir yıllık devalüasyon oranı belirlenmiş ve yıllık devalüasyon oranı %13,5'e sabitlenmiştir. 1993 Eylül ayında otoriteler 18 ayın altındaki tüm kredilere %47'ye varan karşılık tutma zorunluluğu getirmiştir. Mart 1994'de ise karşılık oranı tutma zorunluluğu 36 ay altındaki tüm kredilere genişletilmiştir (Kama, 2003;69).

Çoğu gelişmekte olan ülke gibi Kolombiya'da 2005 ve 2007 yılları arasında büyük sermaye akışları ile karşılaşmıştır ve 2007 yılının ilk çeyreğinde sermaye akışlarında keskin bir artış yaşanmıştır. Peso'da yaşanan artışı durdurabilmek için Merkez Bankası döviz alımı gerçekleştirerek döviz piyasasına müdahale etmiştir. Fakat bu müdahale Kolombiya Pesosunun artış göstermesine engel olmamıştır. 28 Haziran 2006 ve 4 Mayıs 2007 tarihleri arasında, Peso dolar karşısında yüzde 28 oranında yükselmiştir. Mayıs 2007'de

nemalandırılmayan rezerv koşulunun (URR: yabancı yatırımların cins ve vadesine göre belirli oranlarda faizsiz bloke hesaplarda alıkonması ) dış borçlanmadaki payı yükselmiştir. Fonların yüzde 40'ı altı ay süreyle Peso veya ABD doları olarak bir nemalandırılmayan rezerv hesabında tutulmuştur. 23 Mayıs'ta ise % 40 nemalandırılmayan rezerv koşulu şartı yabancı yatırımcılar tarafından bütün işlemleri kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Nemalandırılmayan rezerv koşuluna ek olarak, Kolombiya üç önemli tedbir daha almıştır; ilk olarak vade uyumsuzluklarına sınırlama getirilmiştir. İkinci olarak finansal aracı kuruluşların döviz açık pozisyonları üzerine sınırlama getirilmiş ve son olarak da hedge edilebilen yabancı para emeklilik fonlarının miktarları üzerine sınırlama getirilmiştir. Bu önlemlerin kriz sırasında istikrar sağlayıcı bir rolü olduğu görülmüştür (Coelho ve Gallagher, 2010;7-9). Şekil 2.2'de Kolombiya'da yıllar itibariyle yaşanan net sermaye akışları gösterilmektedir.

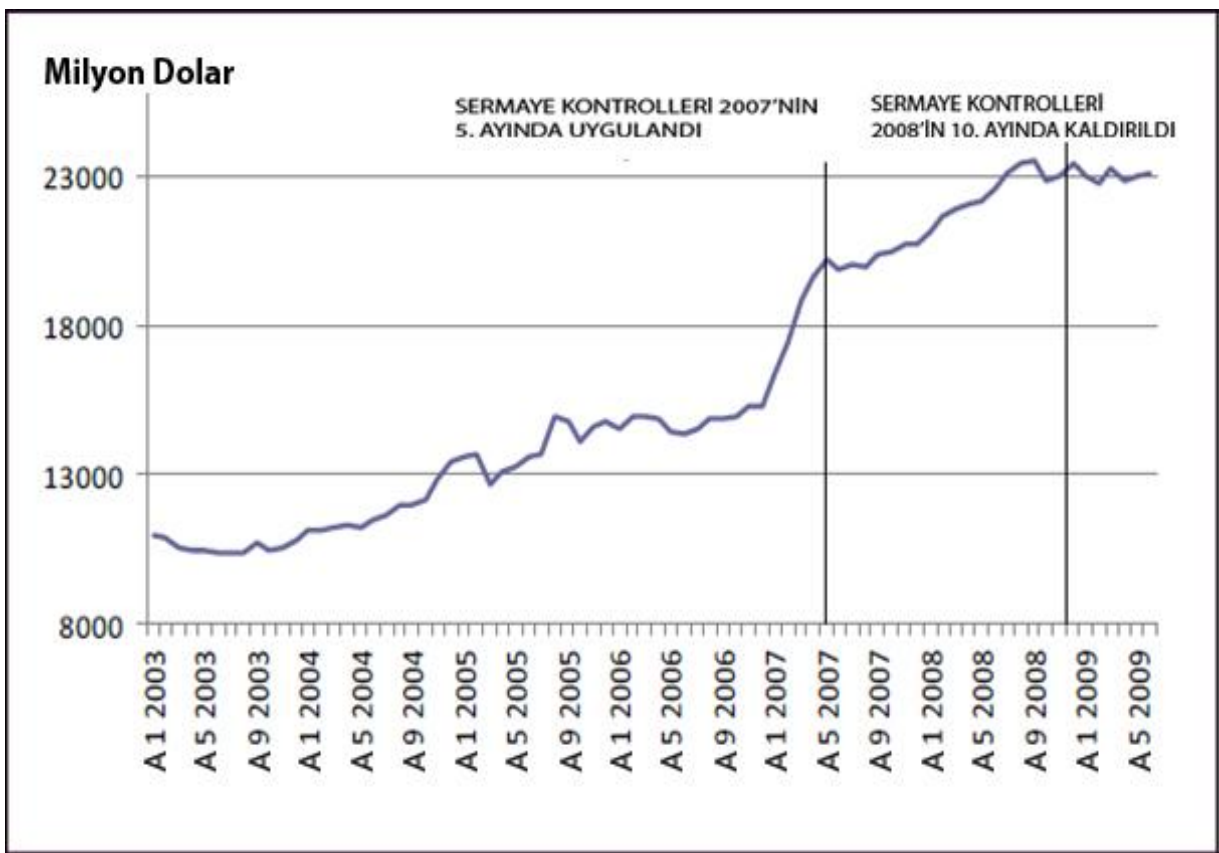


**Şekil 2.2: Kolombiya'da Net Sermaye Akışı**

Kaynak : Coelho ve Gallagher, Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand, 2010:8.

Sermaye kontrollerinde 2007 yılının sonunda ve 2008 yılında birçok değişiklik yapılmıştır. Bu değişiklikler; 2007 Aralık ayında hisse senetlerinin halka arzı için muafiyet getirilmesi, % 40 ile % 50 arası portföy girişleri üzerinde nemalandırılmayan rezerv koşulunda bir artış

yaşanması ve 2008 yılı Mayıs ayında doğrudan yabancı yatırımların en az iki yıl kalmak şartı getirilmesini içeriyordu. 15 Eylül 2008’de Lehman Brothers’ın çöküşü finansal kriz daha da derinleştirerek yatırımcıların daha güvenli olarak gördükleri gelişmiş piyasalara geri dönmelerine neden olmuştur. Ekim 2008 başlarında ve Haziran ortalarında Kolombiya Pesosu ABD doları karşısında yaklaşık %30 değer kaybetmiştir. 9 Ekim 2008 tarihinde Kolombiya hükümeti nemalandırılmayan rezerv koşulunda olduğu gibi doğrudan yabancı yatırımlarda da minimum 2 yıl kalma şartını kaldırmıştır (Coelho ve Gallagher, 2010;7-9). Şekil 2.3’de yıllar itibariyle Kolombiya’da artış eğiliminde olan döviz rezerv miktarları gösterilmektedir.



**Şekil 2.3: Kolombiya’da Döviz Rezerv Miktarı**

Kaynak : Coelho ve Gallagher, Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand, 2010:9.

## 2.4. Tayland

60'lı ve 70'li yıllarda gelişmekte olan sıradan bir ülke görünümünde olan Tayland ekonomik kalkınma için ithal ikameci bir büyüme stratejisi izliyordu. İç pazar için üretimde bulunan sanayi kesimi, gümrüklerle dış rekabetten korunurken, tarımsal ürünler ve hammaddeler, ihracatın temelini oluşturuyordu. Uluslararası piyasalarda tarımsal ürün ve hammadde fiyatları yükselince artan ihracat gelirleri ekonomik büyümeyi hızlandırıyor, ödemeler dengesinde yaşanan sorunlar ise ekonomik büyümeyi yavaşlatıyordu. 1970'ler bu senaryoya uygun bir biçimde geçmiştir. 1973'te birinci petrol şoku, enflasyonu arttırıp büyümeyi yüzde 5'lerin altına düşürmüştür ama 1970'lerin ikinci yarısında dünya piyasalarında tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki artışla birlikte ekonomik büyüme yüzde 10'lara yaklaşmıştır. 1980'ler, ikinci petrol şokunun da etkisiyle kötü başlamıştır. 80'li yılların başlarında dünyadaki ekonomik daralmanın da katkısı ile daha önceleri yüzde 10'lara yaklaşan büyüme hızı yüzde 5'lere gerilemiş, enflasyon da yüzde 10'ları aşmıştır. Uygulanmakta olan sabit döviz kuru rejimi nedeniyle Tayland parası bahtın reel olarak değer kazanması ihracat gelirlerinde önemli düşümlere yol açmış, cari işlem açıkları sürdürülemez bir düzeye yükselmiştir. Bu yıllarda Tayland, büyüme stratejisinde önemli bir değişikliğe gitmiştir. İthal ikameci büyüme stratejisi terk edilerek, dışa dönük, ihracata dayalı bir büyüme stratejisi benimsenmiştir. Büyüme stratejisindeki bu değişikliğin de katkısı ile 80'lerin ikinci yarısında Tayland yeniden atılıma geçti ve yüzde 10'ları aşan büyüme hızlarını yakalayarak Asya'nın yükselen yıldızları arasına girmeyi başarmıştır. Bu hızlı büyümenin ardında, finansal piyasaların serbestleştirilmesi sonucunda Tayland'a akan yabancı sermayenin katkısı büyük olmuştur (Asomedy, 2001).

1980'lerin sonlarında Tayland, sergilediği yüksek büyüme hızları ile Güneydoğu Asya'nın yıldızı olmuş, 1980'lerin sonlarında büyüme hızı sık sık yüzde 10'un üzerinde gerçekleşmiştir. Tayland ekonomisi 1991-1995 döneminde de hızlı büyümesini sürdürmüştür. Taylan'da yaşanan büyümeyi temelde yüksek yatırım oranları sürüklemekteydi. Özel sabit sermaye yatırımları, 1993'te GSYİH'nın yüzde 9'u kadar iken 1996 yılında yüzde 13'e yükselmiştir. Buna karşılık, özel tüketim harcamaları ise GSYİH'nın yüzde 6'sından yüzde 8'ine yükselmiştir. Tayland'da ticaretin yapısı da tüketim artışının ekonomik büyümenin



kaynağı olmadığını ortaya koyuyordu. 1995 yılındaki ithalat artışının tamamına yakınına ham madde, yarı mamuller ve sermaye malları ithalatındaki artışlar oluşturuyordu (Yaşar, 2001).

1993 yılında Tayland'ın uluslararası finans merkezi olması ve Hong Kong, Singapur gibi bölge ülkeleri ile rekabet edebilmesini sağlamak amacıyla Bangkok Uluslararası Bankacılık Hizmetleri (Bangkok International Banking Facilities) kabul edilmiş ve bu çerçevede faaliyet gösterecek offshore bankalara ciddi vergi avantajları tanınmıştır. Bu yapı içinde faaliyet gösterecek offshore bankaların başlangıçta Güneydoğu Asya'ya yapılacak yatırımlara finansman sağlaması amaçlanırken, kurların uzun dönemli istikrarı, Baht'a uygulanan kredi faiz oranlarının göreceli olarak yüksekliği ve tanınan vergisel avantajlar söz konusu bankaların Tayland'a yönelik sermaye hareketlerinin ana kanalı olmasına neden olmuştur (Duvan, 2001;4,5).

Yetkililerin sıkı para politikalarına rağmen gelişen küresel ekonomi ile birlikte 1993 yılının ortalarında Tayland ekonomisinde sorunlar ortaya çıkmaya başlamıştır. Cari açığın artması ve yüksek enflasyon ile birlikte talep yaşanan sıkıntı açıkça görülmüştür (Ariyoshi ve Habermeier, 2000;51). Yetkililer bu yıllarda sıkı para ve maliye politikası izlemeye başlamışlardır. 1984 yılından beri tutturulan sabit döviz kuru ve yüksek ölçüde serbest sermaye girişleri, büyük faiz farklılıkları ile birlikte faiz arbitrajı için oluşturulmuş güçlü teşvik tedbirleri oluşturulmasına neden olmuştur. Ayrıca yüksek ve geçici sermaye girişine yol açmıştır. Sermaye girişleri genellikle kısa dönemli olmuştur (1993 yılında yaklaşık yüzde 60) , kısa dönemli yatırımlar ise bankalara ve özellikle Tayland uluslararası bankacılık sistemine yapılıyordu. 1993 yılında yapılan vergi teşvikleri ve çeşitli düzenlemeler ile yatırımcılar desteklenmiştir. Yabancı Baht hesaplarından oluşan kısa vadeli akımların kalanı, büyük ölçüde yabancı mali kurumlar tarafından tutulmuştur ve kısa vadeli borçlanma senetleri, çoğunlukla finans şirketleri tarafından çıkarılmıştır.

1995 yılında sınırlı politika seçenekleri göz önüne alınarak yetkililer, para ve sermaye piyasası tabanlı bir kombinasyonu sermaye çıkışını kontrol etmek için kullanmaya başlamışlardır. 1995 yılında sermaye akımlarının kontrolü için bazı önlemler alınmıştır. Bu önlemler;

- Kısa ve uzun pozisyonlar için asimetrik açık pozisyon limitleri,

- Döviz ve türev ticari risk kontrol tedbirleri üzerinde bankalar için bir raporlama gereksinimi,
- Bir yıldan az vadeli yabancı baht hesapları ve kısa vadeli borçlanan finansman şirketleri üzerinde yüzde 7'lik bir mevduat munzam karşılığıdır (Ariyoshi ve Habermeier, 2000;51).

Bahta karşı spekülasyon akını göğüslemek için Tayland hükümeti, bahtı korumak ve baht cinsinden borçlanmaları daha pahalı hale getirmek amacıyla 1997 Mayıs ayında sermaye kontrolleri getirmiştir. Bahtın sermaye kontrolleri yerine faizleri yükselterek korunması gerçekçi bir politika seçeneği olarak görünmüyordu. Spekülatörlerin fonlara ulaşmasını engelleme ilkesine dayanan sermaye kontrolleri, spekülasyon akınına uğrayan döviz piyasalarını istikrara kavuşturmak için ikili bir döviz piyasası oluşturarak spekülasyon kanallarını tıkamayı amaçlıyordu. Ancak, Malezya'daki sermaye kontrolleri ile karşılaştırıldığında, Tayland'ın sermaye kontrollerinin baht üzerindeki spekülasyon baskısını ortadan kaldıracak ölçüde yaygın bir alana yayılmadığı söylenebilir. Buna karşın kıyı piyasalarındaki faiz oranlarının yerli faiz oranlarının üzerine çıkmasına neden olduğu için kontroller başlangıçta azda olsa etkili olmuştur. Ancak, daha sonraki günlerde sermaye çıkışları hem artış yaşanmış hem de çıkışlar daha dalgalı olmuştur. Kontrol döneminde döviz rezervlerindeki azalma devam etmiştir. Merkez Bankası, bahtın hızla değer kaybetmesi karşısında, hem yeni denge kurunun piyasalar tarafından belirlenmesine fırsat vermek hem de yeterli rezervi bulunmaması nedeniyle kayıtsız kalmıştır. Devalüasyondan bir ay sonra bahtın dolar karşısındaki değer kaybı yüzde 20 'ye ulaşmıştır (Yaşar, 2007).

Tayland, 1997 Temmuzunda destek almak için resmen IMF'ye başvurmuştur. IMF, Tayland'ın gereksinim duyduğu kaynağın kendi sağlayabileceği tutarın çok üzerinde olduğu görünce, Japonya ve diğer Asya ülkelerine başvurarak Tayland'ın gereksinim duyduğu likiditenin sağlanması için yardımlarını talep etmiştir. 1997 Ağustosunda Tokyo'da düzenlenen toplantıda Tayland için 15,7 milyar dolar yardım sözü verilmiş ve birkaç gün içinde toplam kurtarma paketi 17,2 milyar dolara yükselmiştir. Pakete, IMF 4 milyar, Dünya Bankası 1,5 milyar, Asya Kalkınma Bankası 1,2 milyar, Japonya 4 milyar, Çin, Avustralya, Hong Kong, Malezya ve Singapur 1'er milyar dolar, Kore, Endonezya ve Brunei'de 500 milyon dolar katkıda bulunmuşlardır. 1997'de IMF, üç yıllık bir stand-by anlaşmasını onaylamış ve 1,6 milyar dolarlık ilk ödeme hemen yapılmıştır (Asomedy, 2001).

IMF programının temel ögeleri şunlardı:

1. Büyüme hedefi 1997’de yüzde 2,5, 1998’de yüzde 3,5; enflasyon hedefi ise yüzde 4-5 aralığında belirlenmiştir.
2. Finansal kesimdeki yeniden yapılanma sürdürülecek, batık durumdaki finansal şirketler tespit edilerek hemen kapatılacak ve kalan finans şirketleri için geçici bir güvence sağlanacaktır.
3. Bütçe fazlası yüzde 1 olacak ve KDV oranları artırılacaktır.
4. Döviz kurunda kontrollü dalgalanma devam edecek, Merkez Bankası ancak aşırı dalgalanmalar durumunda piyasalara müdahale edecektir.
5. Geniş tanımıyla parasal büyüme, 1997’de yüzde 7 olarak belirlenmiştir (Asomedy,2001).

## **2.5. Brezilya**

Brezilya’nın 1994 yılına kadarki para birimi olan Cruzeido, ABD dolarına bağlı Real ile değiştirilerek “Real Plan” uygulamaya konulmuştur. Uygulanan kur çapası merkezli program ile, yaklaşık 30 yıllık bir yüksek enflasyon döneminin ardından enflasyonda kalıcı düşüş sağlanmıştır. Ekonomik programdan sorumlu Maliye Bakanı Cardoso, bu başarı sayesinde bir sonraki seçimlerde devlet başkanlığı görevine gelmiş ve 1995-2002 yılları arasında iki dönem üst üste görev yapmıştır. 1980’li yılların sonunda ve 1990’lı yılların başında Brezilya ekonomisi yükselen enflasyon ile karşılaşmıştır ve 1993 yılında enflasyon yaklaşık olarak %2700’e ulaşmıştır. Yüksek faiz oranları, banka mevduatlarının dondurulması, vergiler gibi çeşitli yollar ile bu yüksek enflasyonla mücadele edilse de başarılı olunamamıştır. 1986 ve 1993 yılları arasında enflasyon ve devletin finansman ihtiyacı artarak devam etmiştir (Fıkırkoca ve Emre, 2004;2).

1994 yılında “Real Plan” adıyla uygulamaya konan reform programı ile Brezilya ekonomisinde başarı sağlanmıştır. Bu plan ile Real adıyla anılan yeni para biriminin tanıtılması öngörülmüştür. Bu sistem endeks mekanizmalarının yerini almak için

tasarlanmıştır ve bunların hepsi 1994 yılı Mart ayında tekbir hesap altında toplanmıştır. 1994 Temmuz sonlarına doğru yeni para birimi Real tanıtılmış ve yeni para birimi geçmiş aylardaki fiyat endeksine göre Amerikan dolarına bağlanmıştır: Bu olay ‘‘SACH’’ diye adlandırılmıştır. SACH kelimesi ‘‘ mali kemer sıkma önlemleri olmaksızın, enflasyonun kendiliğinden kırılmasının akılcı bir yolu’’ olarak tanımlanmıştır. Ayrıca dış borç yeniden planlanarak faizle para veren kimselerin anlaşması ile dış borcun yapısı ve büyüklüğü değiştirilmiştir. Enflasyon beklentilerini kırmada bu aşamalar araç olmuştur. Yıllık enflasyon 1994’de %2700’lerden 1995’de %27’lere gerilemiş, 1998’de ise enflasyon tek haneye inmiştir. GSMH’de yaşanan azalma devam etse de bu azalma, kademeli olarak ve sert olmayan bir şekilde 1994’de %6’dan 1997’de %3’e gerilemiştir. Nominal faiz oranlarında 1995’de yaklaşık %50’lik bir azalma olmuştur. Devletin borçlanma gereğinin hala yüksek olmasına karşın, nominal bütçe açığında 1996 yılında GSYİH’nin % 6’sı kadar bir azalma meydana gelmiştir. Çeşitli alanlarda yapılan ek reformlar ile Real Plan’ın başarısı geliştirilmiştir. Dış ticaret belirli ölçüde serbestleştirilmiştir. 1994 yılında uygulanan kotaların bir çoğu kaldırılmış ve 1988 yılında %51 oranında olan gümrük vergileri 1994 yılında %14 oranına kadar azaltılmıştır. Aynı zamanda 1995-1997 yılları arasında özelleştirme hız kazanmış ve doğrudan yabancı yatırımlar %13’den %63 seviyelerine yükselmiştir (Altınkemer, 2005;17,18).

1995 yılı başlarında Meksika Krizinden sonra sermaye girişi üzerinde geçici bir rahatlama sağlanmıştır. Yetkililer tekrar sermaye girişi üzerinden alınan vergi oranlarını yükseltmiş ve sermaye akışının kontrolünü genişletmiştir. Kredi vadelerinin düzeyini etkileyecek farklı vergi oranları benimsenmiştir. 1996 yılının başında yatırımları yasaklayan ek önlemler alınmıştır. Döviz kredilerinin vadeleri minimum 3 yıl olarak belirlenmiş ve özelleştirme fonları ile yapılan yatırımlar üzerinden bir giriş vergisi alınması kararlaştırılmıştır. 1996 yılında kademeli olarak düşen faiz oranları sonrasında giriş vergisi Nisan 1997’de indirilmiş ve bazı vadelerin süresi tekrar kısaltılmıştır. Brezilya deneyiminden çıkarılacak ana ders sermaye kontrollerini etkinliğinin uygulanan çevre ve kapsamıyla ilgili olduğudur. Uzun vadede yetkililerin sermaye girişini kısıtlamak için koyduğu sınırlamalar başarısız olmuştur, çünkü sermaye ekonomiye girmek için yeni yollar bulmaya devam etmiştir (Ariyoshi ve Habermeier, 2000;45,46).

2009 Ekim ayına kadar şiddetli döviz kuru baskısı ile karşılaşan Brezilya 20 Ekim 2009’da sermaye kontrollerine yeniden uygulamaya başlamış ve IOF adında bir vergi

getirmiştir. Brezilya borsasında ve türev piyasalarda yabancı yatırımcılar için ilk olarak yüzde 2 oranında bir vergi getirilmiştir. Döviz piyasasında kontrollerin duyurulması ile birlikte bir serinleme yaşanırken, kaçınmaların başlaması ile birlikte kontroller etkisiz hale gelmiştir. Brezilya döviz swapları ve diğer türev ürünler yoluyla yabancı kısa vadeli sermayeyi direkt olarak yatırımlara yönlendirerek sermaye kontrollerinden kaçınmaları engellemeye çalışmıştır. Bu nedenle Brezilya 18 Kasım 2009'da Ekim ayında uygulanan kontrollerden kaçınmaları engellemek için ADR den yüzde 1.5 oranında vergi almaya başlamıştır (Gallagher, 2011).

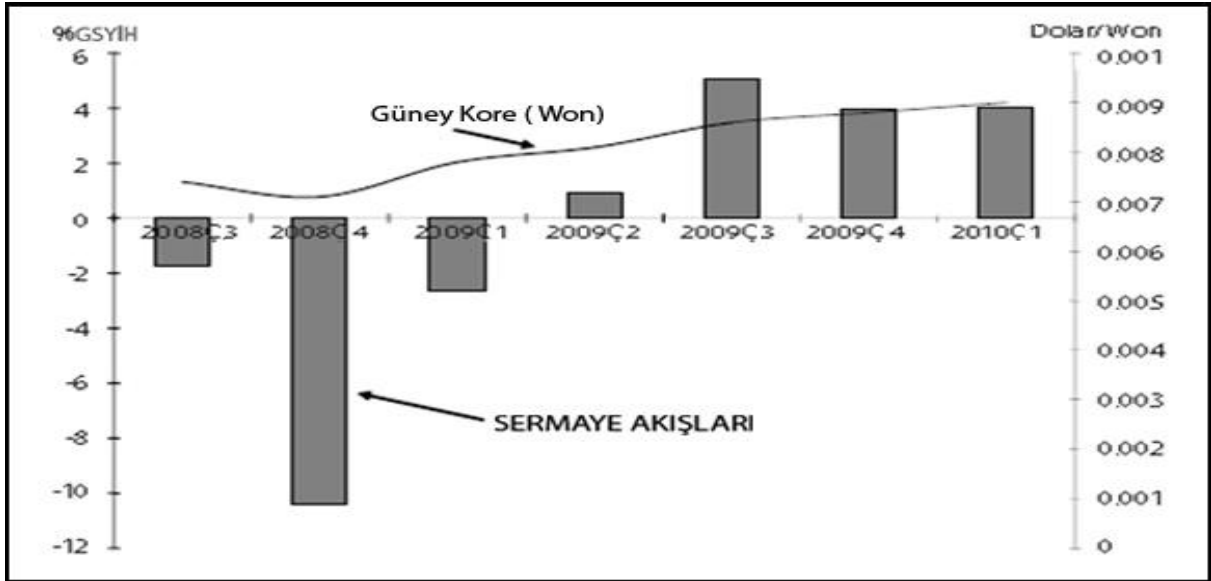
Amerikan Depo Sertifikalarına (ADR: Yabancı bir şirketin belli sayıda hissesini temsil eden hamiline muharrer bir hisse senedi türü) yüzde 1,5 oranında vergi getirilmesi ile Amerika'da işlem gören Brezilya hisse senetlerine yönelik sermaye akımlarının yavaşlatılması planlanmıştır. Uzmanlar, kriz sonrası mali sistemlerin daha sıkı kurallarla yönetileceğini, Brezilya'nın da bu noktada öncü davranışlar sergileyeceğini vurgulamışlardır. Bu arada, Brezilya'yı takip edeceğinin sinyalini veren ülkeler gittikçe çoğalmaktadır. Güney Kore sermaye akışını daha sıkı kontrol edeceğini açıklarken, Rusya Merkez Bankası vergi de dahil olmak üzere çeşitli önlemler üzerine çalışmalarını sürdürmektedir. Tayvan Merkez Bankası da aşırı kur hareketleri sonucu oynaklığın artması durumunda kura müdahale edileceğini, Endonezya Merkez Bankası ise sıcak para girişini kontrol altına almak için alınacak önlemler üzerinde düşündüklerini açıklamıştır (BORYAD, 2010).

2010 yılında Brezilya'nın döviz kuru yeniden değerlenmeye başlamıştır ve IOF vergi oranı yüzde 4'e daha sonra ise yüzde 6'ya yükseltilmiştir. Özel yatırımcılar ile yapılan görüşmeler, işlemlere getirilen bu vergilerin yatırımcıların kararlarında önemli bir değişiklik yaratmadığını göstermiştir. Çünkü Amerika ve Brezilya arasındaki faiz oranları farkı çok büyüktür. Yinede vergi oranının yüzde 6 ya çıkartılması karlılığı azalan yatırımcıların bir kısmının Brezilya piyasasına girmemesini sağlamıştır. Brezilya ek önlemler almaya devam ederek 2011 Ocak ayında yeni bir uygulama getirmiştir. 6 Ocak tarihinde Brezilya finansal kurumları yerli para birimine karşı spekülasyonu önlemek amacıyla herhangi bir kısa vadeli dolar işlemi için merkez bankasında yüzde 60 oranında karşılık tutulması zorunluluğunu getirmiştir (Gallagher, 2011).

Dünya ekonomisini etkileyen ve pes peşe gelen Meksika (1995), Asya (1997) ve Rusya (1998) krizleri Brezilya'yı da etkilemiş, ekonomik dengenin sağlanmasında ciddi sıkıntılara yol açmıştır. "Reel Planı" ile enflasyonla başa çıkmış ancak kamu borçlanma oranı daha da büyümüştür. Son yıllarda ülkenin ekonomi politikaları üç hedefe kilitlenmiş durumdadır: Bunlardan ilki, enflasyonun kontrolü, ikincisi dış ticaret dengesi ve son olarak da ekonomik kalkınmanın desteklenmesidir (KTO, 2008;5).

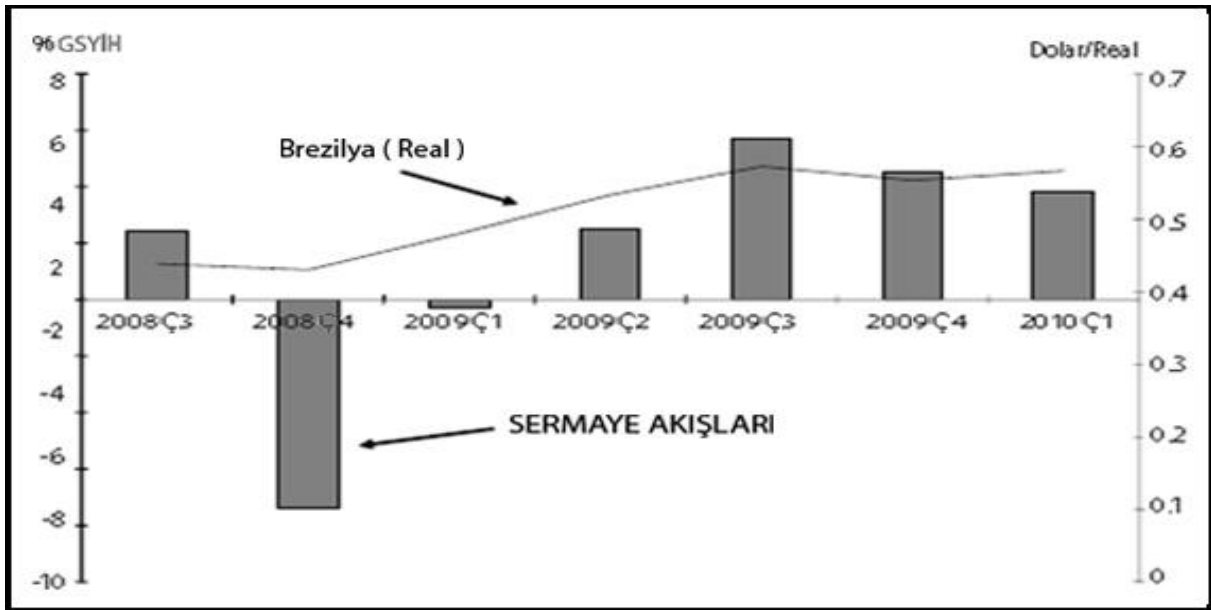
## **2.6. 2007 Yılı Finansal Krizi ve Sermaye Kontrolleri**

Global finansal krizden önce faiz oranları Amerika'da ve diğer sanayileşmiş ülkelerde çok düşük seyretmekteydi. Fakat Amerika'da artan likidite yatırımcıları daha yüksek faiz oranı olan ülkelere çekmeye başlamıştır. "Carry Trade" (Düşük maliyetli para ile borçlanıp, bu tutarı getirisi yüksek paralara yatırmak) teriminin kullanıldığı bu işlemler ile kısa dönemde spekülasyon akımlarda artış görülmüş, yükselen piyasa koşullarında varlık fiyat balonları yaratılmıştır. Bu gibi nedenlerden dolayı Amerika, 2010 yılında Seul'de yapılan G-20 zirvesinde eleştirilerin odağı haline gelmiştir. Örneğin Brezilya'da faiz oranları %10 seviyelerinde iken, Carry Trade'in neden olduğu değer artışı ile birlikte faiz oranları %30 seviyelerine çıkmıştır. Bu yaşananlar gelişmekte olan ve ekonomik açıdan zayıf durumda olan ülkelerin piyasaları açısından bir problem oluşturmaktadır (Jones ve Gallagher, 2011;12). Finansal krizden sonra Asya ve Latin Amerika piyasalarına yönelik sermaye akımları Şekil 2.4 ve Şekil 2.5'de gösterilmektedir.



**Şekil 2.4: Sermaye Akımları – Asya**

Kaynak: Jones ve Gallagher, Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy, 2011:13.



**Şekil 2.5 : Sermaye Akımları – Latin Amerika**

Kaynak: Jones ve Gallagher, Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy, 2011:13.

Krizin hemen ardından çok sayıda ve yıkıcı bir biçimde, gelişmekte olan ülkelere güvenilir sanayileşmiş ülkelere çekilen sermaye, 2009 yılı ve sonrasında kazançlı olarak

gördüğü bu piyasalara yeniden girmeye başlamıştır. Şekil 2.4'de Asya piyasasına giren sermaye akımlarını Kuzey Kore Won'un da yaşanan değer artışı ile birlikte gösterilmektedir. Şekil 2.5 ise Latin Amerika'da sermaye akımı ile birlikte Brezilya Real'inde yaşanan artışı göstermektedir. Bu iki para birimi krizin başlangıcından 2011 yılı ilk çeyreğine kadar olan sürede %30'dan fazla değer artışı ile karşılaşmışlardır (Jones ve Gallagher, 2011;12).

Bazı gelişmekte olan piyasalar sermaye akımlarını önlemeye yönelik bir takım düzenlemelere giderek sermaye hesaplarının yönetimi içi bir vergi almaya başlamışlardır. Fakat alınan önlemler sorunların tümüne çare olmaya yetmemiş, ancak uygulanan ülkelere para politikalarında büyük oranda özerklik elde etmelerini sağlamıştır. Bu ülkelerin büyüme oranları için gerekli olan sermaye akımları aynı zamanda, enflasyon ve döviz kurunun aşırı değerlenmesi gibi önemli sorunlara yol açmaktadır. Brezilya, Çin, Arjantin, Tayvan, Tayland, Kuzey Kore, Peru, Endonezya, gibi birçok ülke sermaye piyasalarını düzenleyici önlemler almaktadırlar. Bu ülkelerden Brezilya doğrudan Tobin Vergisi uygulaması nedeniyle oldukça önemlidir. Dış ticaret fazlası olan Brezilya, kriz boyunca büyük girişlerine maruz kalmıştır. Uluslararası rezervleri 232 milyar dolar civarında olan Brezilya'nın gezgin döviz ihtiyacı olmadığını vurgulayan uzmanlar, durmadan akan sermayenin, Real'in hem dolar hem de euro karşısında aşırı değerlendiğini tespit etmişlerdir. Brezilya borsası Bovespa'nın, bu durum karşısında zor günler geçirmesi ile hükümet, sermayeye vergi koyarak olası bir balonu önlemek istemişlerdir. Brezilya hükümetinin sözcüsünün vergi ile ilgili sarf ettikleri şu sözler oldukça dikkat çekicidir: *"Ülkemize yapılan sıcak para girişleri hem borsada balonların oluşması tehlikesini barındırıyor hem de Real'in dolar karşısında değer kazanmasına yol açarak ihracat gelirlerimizi düşürüyor."* Brezilya para birimi, Real, yılbaşından bu yana %30 değerlenmiştir. Uzmanlar, Brezilya'nın Tobin Vergisi başlatmasının altında yatan esas neden olarak Real'in daha fazla değerlenmesinin önüne geçmek ve ihracatçıları desteklemek olduğunu düşünmektedir. Ayrıca, Tobin Vergisi uygulayacak olan Brezilya'nın ekonomisine daha hakim olacağını da belirtilmektedir (BORYAD, 2010).

Sonuçta birçok ülkenin sermaye piyasalarında düzenleyici önlemler almaları son zamanlarda IMF tarafından da dikkate değer bir şekilde analiz edilmekte ve bununla ilgili araştırmalar yapılmaktadır. Ayrıca Birleşmiş Milletler, Asya Kalkınma Bankası ve bazı finansal kurumlar, Şubat 2010'da sermaye piyasalarının düzenlenmesine yönelik bir yığın



önlemler almışlardır. Sermaye kontrollerinin etkili bir biçimde uygulanmasının gerekmesine karşın bunu önünde 3 engel olduğu düşünülmektedir (Jones ve Gallagher, 2011;13) ;

- Yatırımcılar genelde sermaye tedbirlerin uygulandığı piyasalara girmekten kaçınmaktadırlar.
- Ticaret ve yatırım anlaşmaları genellikle sermaye kontrollerinin uygulanmasını zorlaştırmaktadır.
- Spekülatif yatırımlar piyasalarda tahribata neden olmaktadır.

Bazı yatırımcılar kısa vadeli sermaye kontrollerinden kaçınmak için Amerikan depo makbuzları (ADRS: Amerika bankalarının, yatırımcıların ülke dışındaki firmaların hisse senetlerini almaya yetki vermesidir) almaya başlamışlardır. Bu sayede New York'tan Brezilya firmalarına ait firmaların hisse senetlerine yatırım yapılmaya başlanmış ve sermaye kontrollerinden kaçınılmıştır. Brezilya bu tür işlemlerin önlenmesi için mecburi olarak ADSR üzerinden %1,5 oranında vergi almaya başlamıştır. 2003'den beri, Amerika'nın yapmış olduğu ticaret ve yatırım anlaşmaları, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini yönetmek için almış oldukları önlemleri zorlaştırmıştır. Anlaşmalar Şili, Peru, Singapur gibi piyasalarda sermaye akışının serbest kalmasına neden olmuştur. Singapur ve Peru bu anlaşmaların uygulanmaması için mücadele etmelerine karşın, kabul etmek zorunda kalmışlardır. Ayrıca Kolombiya ve Güney Kore'de de sermaye kısıtlamaları yasaklanmıştır. Kanada ve Japonya gibi diğer yüksek gelirli ülkeler ise makroekonomik uygulamalar ile krizin etkilerini azaltmışlardır. Sermaye kontrollerinin uygulanmasında en önemli problem alınan önlemlerin bazı ülkelerde çok iyi uygulanmasına karşın bazı ülkelerde yeteri kadar iyi uygulanmamasıdır. IMF ekonomisti Arvind Subramanian'ın önerisine göre sermaye akımlarının önlenmesi için alınacak önlemler, gelişen piyasaların hepsini kapsayacak şekilde uygulanmalıdır. Bu öneri haklı olarak koordinasyon probleminin çözümüne yönelik olmasına karşın, bütün gelişen piyasalarda bu tür uygulamaların kabul edilmeyeceği bilinmektedir ve çözüm olarak sorunun kaynağının hedeflenmesi gerektiği belirtilmektedir (Jones ve Gallagher, 2011;13).

Gelişmekte olan ülkeler tarafından alınan önlemler, günümüzde paranın geniş alanlara çok hızlı hareket etmesi sebebiyle yeteri kadar etkili olamamaktadır. Bu nedenle bu ülkeler bir takım tamamlayıcı önlemler ile ülkelerine gelen sermayeyi engelleyebilirler (özellikle

Amerika'dan QER2 (Quantitative easing 2 Miktarsal gevşetme ikinci faz, tahvil alım süreci)'den dolayı gelen ve genellikle Amerika para politikasından kaynaklanan). Amerika'dan gelecek olan Carry Trade'in büyük çoğunluğu göz önüne alınırsa, sermaye sızıntıları için yapılacak düzenlemeler bu konudan başlamalıdır. Fakat Amerika'nın Carry Trade akımları için aldığı önlemler özellikle gelişmekte olan ülkeleri hayal kırıklığına uğratmıştır (Jones ve Gallagher, 2011;14).

Jones ve Gallagher'a göre üretken gelişim için sermaye akışının yönünü değiştirmek Paris'te yapılacak G-20 zirvesi öncesinde dünya liderlerinin öncelikli konusu olmalıdır. Sermaye kontrolleri sanayileşen ve gelişen dünyada problemin çözümü için önemli bir tedbir olabilecektir. Sorunun çözümü için sanayileşmiş ülkelerin özellikle Amerika'nın Carry Trade'i düzenlesi ve yapılan ticari antlaşmaların gelişmekte olan ülkelerin sermaye akışına getireceği düzenlemelere olanak tanıyacak ölçüye getirilmesi gerekmektedir (Jones ve Gallagher, 2011;14).

Özetle sermaye girişleri üzerindeki kontroller; para politikasını daha bağımsız hale getirmek, sermaye girişlerinin kompozisyonunu değiştirmek, reel döviz kuru baskısını azaltmak için uygulanabilir. Ancak sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin net akış hacminde bir azalış yaratmayacağı düşünülmektedir. Malezya'da uygulanan ve başarılı sonuçlar elde edilen uygulamada sermaye çıkışı üzerine kontroller getirilmiştir. Malezya uygulanan bu kontroller ile ülke daha bağımsız bir para politikası elde etmiştir. Sermaye çıkışlarına kontrol getiren diğer ülkelerinde sermaye kompozisyonunu değiştirmeyi başardığı veya bağımsız para politikası elde ettiklerini gösteren bulgular mevcuttur. Bu bulgular sermaye kaçışı üzerine odaklanan bir önceki literatür ve paralel döviz piyasaları ile uyumludur (Magud ve Reinhart, 2006).

Uygulanan kontrollerin etkinliği zamana, ülkelere ve alınan önlemlerin türüne göre değişirken, ülke ekonomilerinin iyi olduğu zamanlarda özel kesimden borçlanmayı sınırlayıcı önlemlerin alınması önemli bir rol oynamaktadır. Aslında en önemli sorunda ülkelerin piyasaların iyi durumda olduğu zamanlarda aşırı borçlanmasından kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda istikrarsızlığın ve potansiyel yıkıcılığın durması için uygulanan sermaye akımlarının etkinliği akademik ve politik çevreler tarafından tartışılmakta ve bu tartışmalar 1970'li yıllarda Tobin'in önerisine kadar uzanmaktadır. Ayrıca en az iki yüz yıldır

sermaye kontrollerinin değişken sermaye akışları için kullanıldığı bilinmektedir (Magud ve Reinhart, 2006).

Bu gün itibariyle küresel ölçekte sermaye hareketlerine yönelik doğru önlemler bulunmasa da dolaylı olarak sermaye hareketlerini sınırlandırabilecek bir anlayışın hakim olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Nisan 2011 itibariyle G20 ülkelerinin Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları toplantısında küresel finans krizinin bir kez daha yaşanmaması için alınacak önemleri tartışan G20 ülkeleri, bu konuda bir anlaşmaya varmıştır. Bu gelişme Fransa Maliye Bakanı Christine Lagarde, anlaşmayı *'büyük bir ilerleme'* olarak yorumlanarak şu şekilde ifade etmiştir: *"Prensiplerimiz, ağ şeklinde işleyecek ve bu prensipleri çiğneyen veya saygı göstermeyen ülkeleri tutacaktır. Bu ağ aynı zamanda sistematik olarak daha önemli olanlar için biraz daha sıkı olacaktır. Çünkü onlar G20 grubunun yüzde beşinden fazlasını temsil ediyorlar."* Buna göre IMF, grubun 7 büyük üyesini takip edecek ve ekonomilerindeki dengesizlikler konusunda uyaracaktır. Üye ülkeler açısından bir bağlayıcılığı olmasa da kararın, küresel krizlere karşı bir ekren uyarı özelliği taşıyacaktır (Euronews, 2011).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİNANSAL SİSTEMİN DÜZENLENMESİNE YÖNELİK ALINAN ÖNLEMLER

Yaklaşık son yirmi yılda finansal piyasaların düzenlenmesi konusunda liberalleşme sürerken, finansal araçların giderek karmaşık hale gelmesi ve çeşitliliğinin artmasına paralel olarak hem finansal piyasa oyuncuları hem de politika yapımcılarının risk yönetimine verdikleri önem artmıştır. Bu doğrultuda, sistemde oluşacak aşırı risklerin ve dolayısıyla kırılganlıkların önlenmesine yönelik düzenlemelerde, ağırlıklı olarak finansal kuruluşların mali bünyelerinin sağlamlığını gözeten politikalar esas alınmaya başlanmıştır. Ancak son yaşanan kriz, sistemik risklerin tespit edilmesinde, finansal sistemde oluşan kırılganlıkların kontrol altında tutulmasında ve dışsal şokların sisteme olan olumsuz etkilerinin azaltılmasında, mevcut finansal düzenlemelerin, tek başına mikro riskleri azaltıcı politikaların ve mevduat güvence sisteminden oluşan finansal güvenlik ağlarının yetersiz kaldığını göstermiştir. Kriz sürecinde özellikle gelişmiş ülkelerde çok sayıda bankanın faaliyetinin sona ermesi, finansal sistemi tekrar çalışır hale getirmek ve dolayısıyla mevcut kuruluşların olağan faaliyetlerini sürdürmelerini sağlamak amacıyla yapılan sermaye destekleri ile kamunun aldığı diğer önlemler ciddi maliyetlere yol açmıştır. Bu durum, hem piyasa disiplininin bozulmasına neden olmuş hem de sistemin bütününe dikkate alan politikalara olan gereksinimi açıkça ortaya koymuştur (TCMB, 2010). Finansal sistemin en önemli düzenleyicisi olan bankaların düzenlenmesine yönelik Basel Komitesi tarafından 1975 yılından beri çeşitli çalışmalar yapılmaktadır. Komite günümüze kadar üç uzlaşma metni yayınlamıştır.

#### 3.1. Basel Komitesi

Basel Komitesi, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ve banka düzenleyicilerinden oluşan ve üç ayda bir İsviçre'nin Basel kentinde bulunan Bank for International Settlements (Uluslararası Takas Bankası) da toplanan bir komitedir. 1974 yılında kurulan komite 1975 yılından beri banka düzenlemeleri konusunda çalışmalar yapmaktadır. Komitenin yaptığı araştırma ve çalışmalar zorunlu değil tavsiye niteliğindedir. Ancak Komitenin bu çalışmaları

o kadar geniş kabul görmüştür ki, zorunlu olmamasına rağmen neredeyse bütün ülkelerde yapılan bankacılık düzenleme çalışmaları Komitenin yayınlarına dayandırılmaktadır (Eken, 2006;1). Basel Komitesinde 13 değişik ülkenin üyeleri görev yapmaktadır. Bunlar: ABD, Almanya, İngiltere, Fransa, İtalya, Japonya, Hollanda, Belçika, İspanya, Kanada, İsveç, İsviçre ve Lüksemburg'dur (Korkmaz ve Ceylan, 2006;37).

Basel Komitesi üye ülkelerde bankacılık sisteminin özelinde finansal sistemin sağlam ve güvenilir bir yapıda faaliyetlerini sürdürmesi için yapılacak düzenlemelere temel teşkil edecek araştırma çalışmalarında bulunmayı amaçlamaktadır. Komite, düzenleme faaliyetlerinin yeterli olması ve uluslararası boyutlarda ülkeler arasında koordinasyon sağlayarak bankaların değişik ülkelerde farklı regülasyonlarla karşılaşmaması için gereken çalışmaları da yürütmektedir. Basel Komitesinin yayınları, değişik ülkelerdeki regülatörlerinin kendilerine has düzenlemeleri yaparken faydalanacakları geniş bir perspektife sahip regülasyon politikalarını içermektedir. Ancak Komite, sermaye yeterliliği ve banka düzenlemelerine ilişkin temel prensiplerin ülkeler tarafından daha yakından takip edilerek adapte edilmesini beklemektedir. Basel Komitesi 1975 yılından itibaren çalışmalarını yayınlamaya başlamıştır. Basel Komitesinin yayınlanan çalışmaları sermaye yeterliliği ile başlamış ve yine aynı konu ile devam etmektedir. Sermaye yeterliliğinin yanı sıra 1990'lı yıllardan itibaren Basel Komitesi bankacılık faaliyetlerinden kaynaklanan risklerin yönetilmesi, para aklanması, muhasebe ve denetim, banka problemleri gibi konularda da çalışmalarda bulunmuş ve bu çalışmalarını yayınlamıştır. Ancak esas itibariyle Basel Komitesi bankaların özelinde finansal piyasaların sağlam ve güvenilir bir sermaye yeterliliğine sahip olması için çalışmalarda bulunmakta ve bu çalışmalar sektör ile değerlendirildikten sonra yayınlanmaktadır (Eken, 2006;1,2). Bu bölümde 1988 yılında Basel komitesi tarafından yayınlanan Basel I uzlaşısı, 1999 yılında yapılan düzenlemeler sonucu yayınlanan Basel II uzlaşısı ve 2010 yılında kabul edilen Basel III kuralları incelenecek, ülkemizde Basel kurallarının işleyişi açıklanacaktır. Son olarak günümüz finansal piyasalarında yapılan düzenlemeler ve Tobin vergisinin Türkiye'de uygulanabilirliği incelenecektir.

### 3.2.Basel I

1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle kur, faiz ve fiyatlarda yaşanan dalgalanmalar karşısında korunmak amacıyla yeni finansal ürünler ortaya çıkmaya başlamıştır. Bankalar, hem küresel ekonominin yeni düzenine uyum sağlamaya çalışan reel sektörün finansman taleplerini karşılayabilmek hem de artan rekabet ortamında rakiplerine karşı üstünlük sağlayabilmek için ortaya çıkardıkları finansal ürünlerde bir dizi yenilik gerçekleştirmiştir. Bu nedenle, bankaların sunduğu finansal ürünler hem sayısal olarak çoğalmış, hem de çok daha karmaşık bir hale gelmiştir. Aynı zamanda, finansal sektörde artan rekabet baskısı, farklı hizmetleri sunan finansal kuruluşlar ve farklı finansal ürünler arasında var olan ayrıştırıcı çizgilerin belirsizleşmesine ve bunun sonucunda benzer finansal ürünlerin aynı finansal kuruluş çatısı altında birlikte sunulmasına yol açmıştır ( Yayla ve Kaya, 2005:1).

1970 ve 1974 yıllarında yaşanan küresel ekonomik krizler ve ardından birçok ülkede benimsenen liberal ekonomi politikaları nedeniyle, öncelikle sermaye piyasasının en önemli aktörü durumundaki bankaların yapısını daha güçlü hale getirebilmek amacıyla 1988 yılında Basel Bankacılık Denetim Komitesi Tarafından Basel-I uzlaşısı yayınlanmıştır. Bu uzlaşılı ile uluslararası alanda faaliyet gösteren bankaların varlıkları ile tuttıkları sermaye arasında risk esasına dayalı bir ilişki kurulmaya çalışılmıştır. Basel I, bir bankanın batması halinde mevduat sahiplerinin karşılaşılabileceği maliyetleri en aza indirmek için asgari olarak tutulması gereken sermaye üzerinde odaklanmıştır ( Atiker, 2005:1). Basel I kriterlerinin en temel esası, kredi verilecek olan müşterinin kredi riski açısından sermaye yükümlülüğünün OECD ülkesi olup olmama kriterine göre belirlenmesidir (Arslan, 2007:51). Kredi riski kredinin belirli bir süre içerisinde belirli bir miktardaki paranın geri alınmasına ilişkin beklenti şeklinde tanımlanması halinde bu beklentinin gerçekleşmemesi ihtimali olarak ifade edilebilir (Delikanlı, 2010;14). Kredilendirmede OECD ülkesi olanlar lehine kredi kolaylıkları sağlanması esaslı geçerli olmuştur (Arslan, 2007;51). Basel I'e göre kredi risk ağırlıkları Tablo 3,1'de gösterilmiştir.

1998 yılında çıkarılan ve Komitenin 1996 yılında değişiklik yaptığı metninde piyasa riski kavramı eklenmiştir. Piyasa riski, bankaların bilanço içi ya da dışı pozisyonlarında piyasa fiyatlarındaki muhtemel görülen değişiklikler nedeniyle karşılaşılabileceği kayıp riski olarak

tanımlanmıştır. Ayrıca bankalara piyasa riski ölçümünde standart ve içsel modellerin kullanılması yaklaşımı olmak üzere iki farklı yaklaşımdan birini tercih etme imkanı verilmiş ve öz kaynak hesabına 3. kuşak sermaye de ilave edilmiştir. Basel I'e göre sermaye yeterliliği şöyle hesaplanmaktadır (Aykut, 2006:1,2) ;

Sermaye Yeterliliği = Özkaynaklar / Risk Ağırlıklı Varlıklar ve Gayri Nakdi Krediler

(Toplam Risk Ağırlıklı Varlıklar = Kredi Riskine Esas Tutar + Piyasa Riskine Esas Tutar)

**Tablo 3.1: Basel I'e Göre Kredi Riski Ağırlıkları**

Risk Ağırlığı	Varlıklar
% 0	OECD üyesi ülkelerin Hazine, Merkez Bankası ve İhracat Kredi Kuruluşlarına açılan krediler
% 10	OECD üyesi ülkelerin kamu kuruluşlarına açılan krediler.
% 20	Çok taraflı Kalkınma Bankaları ve OECD üyesi ülkelerin bankalarına açılan krediler.
% 50	Konut ipoteği karşılığı açılan krediler.
% 100	OECD üyesi olmayan ülkelere ve bankalarına açılan krediler ile özel sektör kuruluşlarına açılan krediler.

Kaynak: Aykut, Basel II Standartları, 2008:2

Basel I, basit içerikli olması açısından gelişmiş ülkelerin uluslararası faaliyet gösteren büyük oyuncularının ve akademik çevrelerin olumsuz eleştirilerine maruz kalmıştır. Ancak, içerdiği standartların basit ve kolay uygulanabilir olması, Basel I'in özellikle gelişmekte olan ülkelere benimsenmesini kolaylaştırmıştır. Basel I, gelişmekte olan ülkelerin düzenlemelerinin modernleşmesine ve ülkelerin finansal sektörlerinde rekabetin artmasına katkıda bulunmuştur. Ayrıca Basel I uygulaması ile piyasadaki oyuncular için kuralları olan adil bir rekabet ortamı yaratılmıştır. Basel I, bazı gelişmekte olan ülkelere % 8' in üzerinde asgari sermaye yeterliliğini zorunlu kılması nedeniyle ülkelerin finansal istikrarlarının güçlenmesini de katkı sağlamıştır (Yayla ve Kaya, 2005:2,3).

Basel I'e yönelik olumlu eleştirilerin yanı sıra olumsuz eleştirilerde bulunmaktadır. Bu eleştirilerin büyük çoğunluğu ise sermaye yeterlilik oranı ve risk duyarlılığı konularının da yapılmaktadır. Basel I'e getirilen eleştirilerden ilki, kredi ve piyasa riski dışındaki riskleri sermaye yeterliliği oranının hesaplanmasında dikkate almamasıdır. Bankacılığın geçirmekte olduğu değişim sürecinde hem kredi hem de piyasa riskinin daha karmaşık bir hal almasının yanında, bankacılık sektörü için faiz oranı riski, operasyonel risk ve likidite riski gibi Basel I standardının kapsamında olmayan riskler de önem kazanmıştır (Aykut, 2008:2).

Likidite riski, bir bankanın mevduat çekilişlerine ve kredi taleplerine zamanında ve tam olarak kaynak yetiştirememesi durumunda ortaya çıkan risk olarak tanımlanabilir (Eken, 2006 ;12). Operasyonel risk ise banka içi kontrollerdeki aksamalar sonucu hata ve usulsüzlüklerin gözden kaçmasından, banka yönetimi ve personeli tarafından zaman ve koşullara uygun hareket edilememesinden, banka yönetimindeki hatalardan, bilgi teknolojisi sistemlerindeki hata ve aksamalar ile deprem, yangın ve sel gibi felaketlerden veya terör saldırılarından kaynaklanabilecek zarar olasılığını ifade etmektedir (Delikanlı, 2010;20).

Basel I'de bankaların maruz kaldığı kredi riski, bankaların aktiflerinin ve bilanço dışı kalemlerinin farklı risk sınıflarına ayrılması ve her sınıfa karşılık gelen risk ağırlıkları olan %0, %10, %20, %50 ve %100 oranlarındaki katsayılarıyla çarpılması suretiyle hesaplanması eleştirilen bir diğer konu olmuştur. Sadece beş farklı risk ağırlığı kullanılması nedeniyle risk duyarlılığı düşük olan Basel I, farklı faaliyet alanları olan bütün bankalara aynı şekilde uygulandığından "herkese tek beden elbise" şeklinde tanımlanabilecek bir sermaye düzenlemesidir. Ayrıca, Basel I'de, "OECD klüp kuralı" şeklinde tanımlanmış olan uygulamadan dolayı OECD'ye üye ülkelerin hükümetlerine yüzde sıfır, üye ülkelerin bankalarına olan borçlara ise yüzde 20 risk ağırlığı verilmektedir. Buna karşın, OECD üyesi olmayan ülkeler için yüzde 100 risk ağırlığı öngörülmüş olması bu düzenlemenin zayıf yanı olarak değerlendirilmektedir (Yayla ve Kaya, 2005:2 ve Balin, 2008:4-5).

Basel I'e yönelik bir diğer eleştiri sadece kredi riskini kapsaması ve sadece G-10 ülkelerini hedef almasıdır. Bunun sonucu olarak da Basel I uluslararası finansal sistemin istikrarını sağlamada çok dar bir alanda sınırlandırılmış olmaktadır. Diğer yandan Basel I uygulamasının kamuoyuna duyurulmasının banka yöneticileri aracılığı ile yapılması da eleştirilmiştir. Bu yöneticilerin sıradan insanlara Basel I'in önerilerini açıklamadaki yetersizliği ve bu

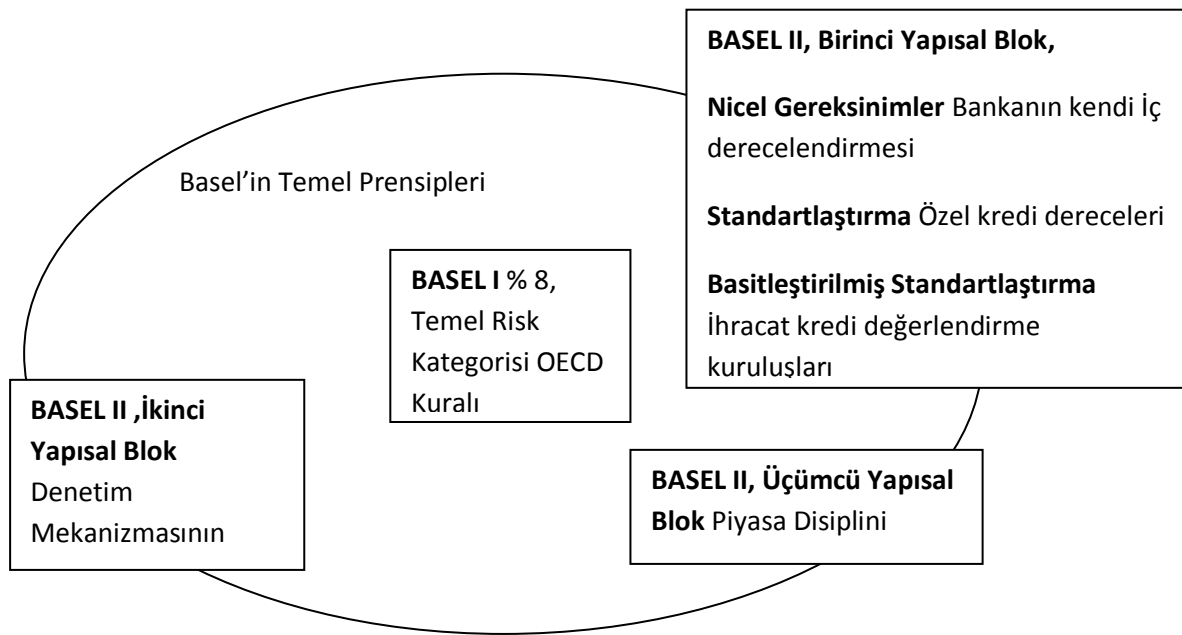


uygulamayı yasallaştırmadaki aceleci tutumları uygulamanın yaygınlaşmasında sorunlara yol açmıştır. Basel I, bankalar için verilen teşviklerin yanlış ayarlanması üzerine odaklanmış noktasında da eleştirilmiştir. Basel I'in geniş bir alanı kapsamaması bankaların daha rahat hareket edecekleri alanlara kaymalarına neden olmuştur. Basel'in gelişmekte olan piyasalarda uygulanmasına yönelik olarak da eleştirilmiştir. Basel'in aslında gelişmekte olan piyasalar için tasarlanmasına rağmen uluslararası firmaların ve piyasa yapımcılarının baskısı altında uygulamayı kabul etmişlerdir.

### **3.3. Basel II ve Ortaya Çıkış Süreci**

Basel I'in eksikliklerini gidermek ve bankaların risk ölçümlerinin daha sağlıklı olmasını sağlamak amacıyla Basel Komitesi 1999 yılında yeni bir sermaye standardının belirlenmesi yönelik bir tartışma ortamı yaratmış ve bunu internet üzerinden kullanıcılarına sunmuştur (Atiker, 2005:4). Gelen öneri ve teklifler doğrultusunda Basel Komitesi tarafından finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler ve Basel I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksiklikler de dikkate alınarak, Haziran 1999'da Yeni Basel Sermaye Yeterliliği Uzlaşısına (Basel II) ilişkin ilk istişare metni yayımlanmıştır. Ardından 2001 yılı başında ikinci istişare metin, Nisan 2003'te ise üçüncü istişare metni yayımlanmıştır. Söz konusu istişare metinler, gerek ülke denetim otoritelerinden, gerekse bankalar ve diğer ilgili taraflardan alınan yorumlar çerçevesinde revize edilerek yenilenmiş ve Basel II'ye ilişkin nihai metin Haziran 2004'te yayımlanmıştır (BDDK, 2005:2).

2004 Haziran ayında, Basel Bankacılık Denetleme Komitesi (BCBS) tarafından Basel II'nin düzenleyici sistemi olan "Sermaye ölçümü ve sermaye standartlarının uluslararası bir noktada birleşmesi" konulu son metin yayımlanmıştır. 1988 yılında yayımlanan ilk metine göre burada üç yapısal blok önerilmektedir. Bunlardan ilki minimum sermaye gereksinimi, ikincisi, denetimi yeniden gözden geçirme süreci ve sonuncusu ise, piyasa disiplini. Bu üç yapısal blok bankacılık düzenleme ve denetlemeleri için daha kapsamlı bir çerçeve sunmaktadır (Tonveronachi, 2007:1)



### Şekil 3.1: Basel Standartlarının Grafikselsel Gösterimi

Kaynak: Powell, Basel II and Developing Countries: Sailing through the Sea of Standards, 2004:9

Birinci Yapısal Blok, bankanın risklere karşı elinde bulundurması gereken asgari sermaye tutarına ilişkin olan bölümdür. Basel I'deki asgari yüzde 8'lik oranın korunduğu bu bölümde, kredi riskinin ölçümüne ilişkin yeni yöntemler önerilmiş ve Basel I'in açıkça kapsamadığı "operasyonel risk" bölümü yer almıştır (Yayla ve Kaya, 2005:5-12). Piyasa riskinin hesaplanmasında Basel I'e göre önemli bir değişiklik olmazken, yani standart yaklaşım ve riske maruz değer yaklaşımı korunurken, kredi riskinin hesaplanmasında çok önemli değişiklikler yapılmıştır. İkinci Yapısal Blok, aslında Basel'in Temel İlkelerinde zaten kapsanmış olan hususların çoğunu içermektedir. İkinci Yapısal Blok, bankanın risk yönetimi yaklaşımının, denetim otoritesi tarafından incelenmesi sürecini tanımlamaktadır. Bu yaklaşım, bankaya ve denetçi otoriteye özel görevler yüklemektedir. Bankanın yönetim kuruluna ve yöneticilerine yüklenen görevler sayesinde, iç kontrol ve diğer kurumsal yönetim ilkelerinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Son olarak Üçüncü Yapısal Bloкта ise ana hedef piyasa disiplininin sağlanmasıdır. Bankaların sahip oldukları sermaye ile sermaye yeterliliği ve risk değerlendirme yöntemleri dahil olmak üzere önem arz eden konularda kamuya açıklama yapılması bankalar arasında karşılaştırma yapılabilmesi ve bu yolla şeffaflığın sağlanması hedeflenmektedir (Yayla ve Kaya, 2005:5-12).

Basel II uyarınca ulusal denetim otoriteleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının bu kriterlere uygunluğunu denetlemekle yükümlüdür. Bu bağlamda BDDK, “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” ile konuya ilişkin uygulama esaslarını belirlemiştir. Öte yandan ülkemizde bağımsız derecelendirmeye ilişkin esaslar, Sermaye Piyasası Kurulu’nun, Seri: VIII, 40 No’lu “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile BDDK’nın yukarıda bahsettiğimiz yönetmeliğin yayımlanmasından önce belirlenmiştir. Standart yöntemde derecelendirme notlarının yapısı ve kredi risk ağırlıklarının bu notlar ile ilişkisi Tablo 3,2 gösterilmektedir.

**Tablo 3.2: Basel II’ye Göre Standart Yaklaşımında Kurumsal Krediler İçin Uygulanacak Risk Ağırlığı**

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notu	Risk Ağırlığı (%)
AAA ile AA- arası	20
A+ ile A- arası	50
BBB+ ile BB- arası	100
BB-’nin altı	150
Derecelendirilmemiş	100

Kaynak: Delikanlı, 2010, Bankacılıkta Kredi Türevlerinin Hissedar Değerine Katkısı, Etkin Bir Şekilde Kullanımına İmkan Sağlayacak Risk Yönetimi Yapılanması ve Finansal Raporlaması, Türkiye Bankalar Birliği.

Uluslararası kredi notları, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarınca kullanılan not türleri ve sembolleri itibariyle Tablo 3.3’de gösterilmiştir.

**Tablo 3.3: Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarınca Kullanılan Notlar**

	Birinci Sınıf	İkinci Sınıf	Üçüncü Sınıf	Dördüncü Sınıf
Moody’s	Aaa, Aa1, Aa2	Aa3, A(1,2,3)	Baa1 , Baa2	Baa3, Ba(1,2,3)
S&P’s	AAA, AA(+), AA	AA(-), A (+,-)	BBB (+), BBB	BBB(-), BB(+,-)
Fitch IBCA	AAA, AA (+), AA	AA(-), A (+,-)	BBB (+), BBB	BBB(-), BB(+,-)

Kaynak : www.tbb.org, Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik, 2006.

Basel Komitesi, bankaların 1996 yılından günümüze uygulanmakta olan mevcut riske maruz değer (RMD) hesaplama çerçevesinde değişikliğe giderek, piyasa riskine ilişkin sermaye gereksinimi hesaplamasına ilave (kredi) riski ve strese tabi RMD için de ayrıca sermaye yükümlülüğü uygulanmasını zorunlu hale getirmektedir. Karmaşık alım satım faaliyetlerine ilişkin kredi riskine yönelik getirilen ilave sermaye gereksinimlerinin ve strese tabi RMD uygulamasına yönelik belirlenen yeniliklerin 31 Aralık 2010'a kadar hayata geçirilmesi istenmektedir (BDDK, 2010;3).

Basel II ile birlikte standart yöntemde yapılan değişikliklere bakıldığında; “korelasyon alım satım portföyü” tanımının, söz konusu portföye ait spesifik risk sermaye yükümlülüğünün ne şekilde belirleneceğine ilişkin hükümlerin, seküritizasyon (bilançonun dönen varlıklar bölümünde stok halindeki uzun vadeli ancak taksitlere dayanan alacakların likit hale dönüştürülmesi işlemidir) çerçevesinde değerlendirilen pozisyonlar için ve bankacılık hesaplarında yer alan pozisyonlar için kullanılan spesifik risk hesaplama yönteminin alım satım hesaplarındaki net seküritizasyon pozisyonları için de aynen geçerli olacağına ilişkin hükümlerin ve seküritizasyon / resekürizasyon pozisyonlarına uygulanacak kredi derecelendirme notlarına göre risk ağırlıklarına yönelik bir tablonun eklendiği görülmektedir. Ayrıca, hisse senetlerinin likit ve iyi çeşitlendirilmiş olması halinde %4 oranında spesifik risk hesaplanabilme imkanı ortadan kaldırılarak, tüm hisse senetleri için spesifik risk oranı %8 düzeyine getirilmektedir (BDDK, 2010;4).

İçsel modelleme yaklaşımı ile bankaların 1996 yılından günümüze uygulamakta olduğu RMD modellerinde aranacak nicel kriterlere bazı ilave koşullar getirilmiştir. Bu koşullar; modellerin opsiyon veya ipoteğe dayalı menkul kıymet gibi diğer ilgili ürünlerin lineer olmayan fiyat değişimlerini kapsaması, ciddi kayıpların yaşandığı 12 aylık dönemi kapsayacak şekilde tarihsel veri kullanılarak strese tabi RMD'nin en az haftalık olarak hesaplanmasıdır. Strese tabi RMD'nin eklenmesinin ardından sermaye gereksinimi için uygulanacak hesaplama formülü ve açıklamalar Tablo 3.4'de yer almaktadır (BDDK, 2010;4).

**Tablo 3.4: Sermaye Gereksinimi İçin Uygulanacak Hesaplama Formülü**

$$S = \max\{RMD_{t-1}; mc * RMD_{60 \text{ gün ort}}\} + \max\{sRMD_{t-1}; ms * sRMD_{60 \text{ gün ort}}\}$$

**S**= Sermaye Yükümlülüğü

**RMD<sub>t-1</sub>** = Bir önceki iş gününe ait RMD

**mc** = En az 3 olmak üzere denetim otoriteleri tarafından belirlenecek olan RMD çarpım faktörü

**RMD<sub>60 gün ort</sub>**= Son 60 iş gününe ait RMDlerin ortalama değeri

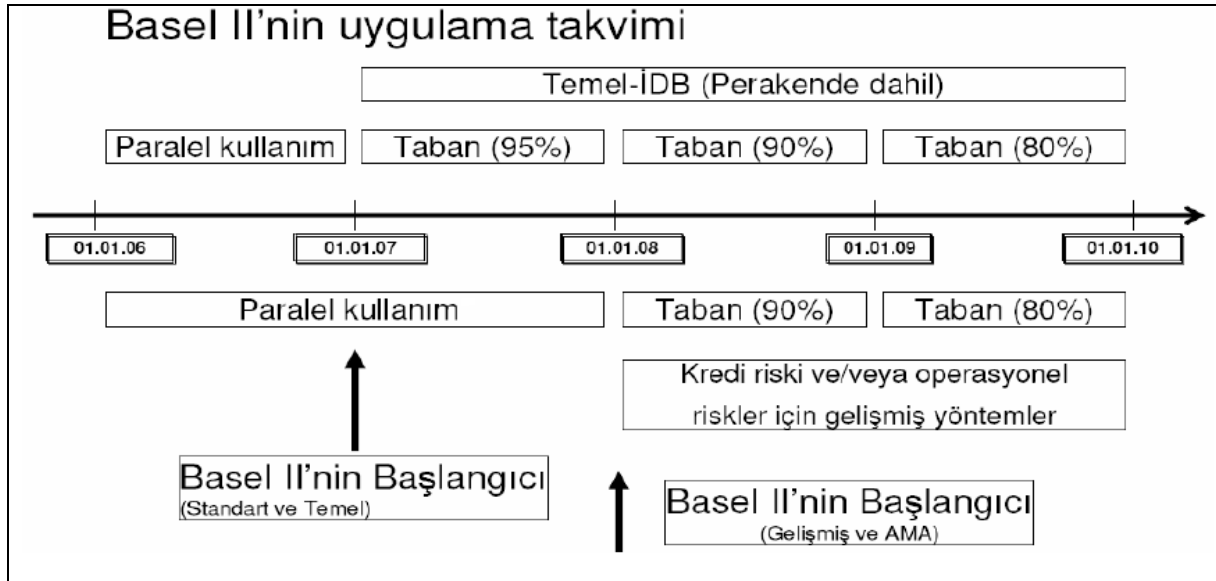
**ms** = En az 3 olmak üzere denetim otoriteleri tarafından belirlenecek olan strese tabi RMD çarpım faktörü

**sRMD<sub>t-1</sub>**= Bir önceki iş gününe ait strese tabi RMD

**sRMD<sub>60 gün ort</sub>**= Son 60 iş gününe ait strese tabi RMDlerin ortalama değeri

Kaynak : BDDK, Piyasa Riski Ölçümleme Yöntemlerine İlişkin Analiz, Risk Yönetimi Daire Başkanlığı, 2010;4.

Türkiye’de Basel I ve Basel II ile ilgili yasal düzenlemeler yapılmış ve tavsiye niteliğindeki kararlara uyum sektör için zorunlu hale getirilmiştir. Basel I, 1989 yılında 3182 sayılı Bankalar Kanununa ilişkin olarak yayınlanan ve üç yıllık geçiş sürecini içeren düzenleme ile uygulamaya koyulmuştur (Sakarya ve Kara, 2008;101). Türkiye’de Basel II’ye geçişe ilişkin yol haritası ise BDDK’nın 30 Mayıs 2005 tarihindeki bildiriyle kamuoyuna açıklanmıştır (BDDK, 2005). Şekil 3.2’de 2005 tarihinde BDDK tarafından açıklanan Basel II uygulama takvimi yer almaktadır.



**Şekil 3.2: Türkiye’de Basel II’nin Uygulanma Takvimi**

Kaynak : BDDK, Basel II’ye Geçiş Yol Haritasına İlişkin BDDK Başkanının Konuşma Metni, 2005.

Gerek Basel I gerekse Basel II uzlaşısında sermaye yeterliliği oranının asgari seviyesi %8 olarak belirlenmesine karşın Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun 16.11.2006 tarih ve 2026 sayılı Kararı ile tüm bankalara uygulanmak üzere belirli kurallar getirilmiştir. Bu kurallar; hedef rasyo uygulamasına geçilmesi, hedef rasyonun % 8’lik orana % 4’lük ihtiyat payı ilave edilerek % 12 olarak uygulanması ve bu oranı tutturamayan bankaların yeni şube açamaması olarak sıralanmıştır (Delikanlı, 2010;82,83). Basel II’de bankaların kurulu buldukları ülkenin hazinesine (veya merkez bankasına) ulusal para cinsinden kullandıkları ve kaynağını yine ulusal para cinsinden sağladıkları alacaklar için daha düşük bir risk ağırlığının uygulanması ülkelerin insiyatifine bırakılmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye’deki bankaların doğrudan iç borçlanma senedi portföyünde bulunan TL Hazine Bonoları veya Devlet Tahvilleri için Türkiye’de öngörülen kredi derecelendirme notuna karşılık gelen risk ağırlığının altında bir oranın uygulanması mümkündür (Delikanlı, 2010;54).

Basel II uzlaşısının TBS (Türk Bankacılık Sektörü)’de kredi riski hesaplamasına etkileri Ekim 2006 dönemi esas alınarak TBS’nin aktif toplamının yaklaşık % 97’sini oluşturan 31 banka üzerinde standart yaklaşım uygulanmak suretiyle gerçekleştirilen sayısal etki analizi

çalışmasının sonuçları kullanılarak değerlendirilebilir. Bu çalışmada, mevcut sermaye yeterliliği düzenlemelerine göre 230.998 milyon TL tutarında olan kredi riskinin Basel II ile birlikte 280.414 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmektedir. Mevcut uygulamaya göre % 12'lik sermaye yeterliliği oranı tutturmak için Ekim 2006 itibarıyla 27.720 milyon TL tutarında özkaynak bulundurulması yeterli olmasına karşın Basel II ile bu tutarın 33.650 milyon TL'ye yükseltilmesi gereği ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, 2009 yılı sonu itibarıyla da Basel II ile TBS'nin mevcut kredi risklerine karşılık ilave özkaynak bulundurulması zorunluluğunun doğacağı öngörüsünde bulunmak mümkündür. Bankalar artacak kredi riskini azaltmak için ağırlıklı olarak menkul kıymetleştirme gibi risk transfer yöntemlerini kullanmayı daha sonra da sırasıyla bilanço içi netleştirme sözleşmeleri düzenlemeyi ve finansal koruma satın almayı planlamaktadır. Bu sonuç, TBS'ye hakim olan "kredi kullandır ve bilançoda tut" yaklaşımının yerini Basel II uygulaması ile birlikte "kredi kullandır ve riski dağıt" yaklaşımının alacağını buna bağlı olarak da kredi türevi kullanımının yaygınlaşacağını göstermektedir (Delikanlı, 2010;83,84).

2008 yılında BDDK yayımladığı bildiriye 2009 yılında uygulanması ön görülen Basel II kurallarının ileri bir tarihi ertelendiği duyurulmuştur. Bildiriye "*Türk Bankacılık Sektörünün Basel II'ye 01.01.2009 tarihinde geçişine yönelik Kurumumuzca yürütülen çalışmalar sonucunda önemli mesafeler kaydedilmiş olmakla beraber, son dönemde uluslararası finansal piyasalarda yaşanan sebepleri ve etkileri derin ve belirsiz gelişmeler ışığında özellikle seküritizasyon ve likidite riski açılarından Basel II uzlaşısında eksiklikler tespit edilmiştir. Söz konusu eksikliklerin giderilmesi amacıyla ilgili dokümanlarda değişiklik çalışmalarının uluslararası düzeyde devam ettiği bilinmektedir. Bahsi geçen değişiklik çalışmaları yanında, uygulama sonuçları bu süreçte oldukça önemli olan Türk Ticaret Kanunu tasarısının henüz yasalaşmaması, finans ve reel sektör temsilcilerinin Basel II'nin uygulanma zamanlamasına ilişkin görüşleri de dikkate alınarak bankaların sermaye yeterliliğinin ölçümünde esas alınacak kredi riskinin derecelendirmeye dayalı olarak hesaplanmasına ilişkin uygulamanın ileri bir tarihe ertelenmesi uygun görülmüştür.*"(BDDK, 2008) denilmiştir.

Ancak 2011 yılında '*Basel II'nin sermaye yeterliliği ölçümünde kredi riskinin hesaplanmasına ilişkin getirmiş olduğu yeniliklere hem bankaların hem de kredi müşterilerinin sağlıklı bir şekilde uyum sağlayabilmeleri için 01.07.2011 tarihinde başlayacak ve 30.06.2012 tarihinde bitecek olan süreçte Bankaların Sermaye Yeterliliğinin*

*Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine ilişkin yönetmelik taslağı ile bu taslağın eklerinin ve yine bu taslak ile ilgili tebliğ taslaklarının bankalarca, sadece kurumumuza raporlama amaçlı olarak uygulanması öngörülmüştür'* (BDDK, 2011) denilerek Basel II'nin ülkemizde uygulanması bir kez daha ertelenmiştir.

#### **3.4. Larosiere Raporu ve Basel II'ye Yönelik Eleştirileri**

2007 yılında Amerika'da başlayan ve tüm dünyaya yayılan küresel krizin arkasındaki nedenlerin başında finans piyasalarında gözetim ve denetim sisteminin yetersizliği ve ülkelerarası koordinasyon eksikliği gelmektedir. Bu doğrultuda Avrupa Komisyonu da harekete geçerek AB'de mali piyasalarının düzenlenmesi amacıyla eski IMF başkanı Jacques de Larosiere başkanlığında bir komiteyi görevlendirmiştir. Komitenin hazırladığı, "Larosiere Raporu" olarak adlandırılan raporda, AB finans piyasalarının denetimi için risk denetim ve erken uyarı sistemi kurulması, Basel II'nin revize edilmesi, finans piyasalarının gözetiminin kredi derecelendirme kurumlarını da içerecek şekilde genişletilmesi ve bankalar için dinamik hükümler getirilmesi önerilerinde bulunulmuştur. Larosiere Raporu, 19-20 Mart 2009'da yapılan AB Konseyi toplantısında ele alınmış ve 2 Nisan'da yapılan G-20 toplantısında da gündeme gelmiştir (Çapanoğlu, 2009:1).

Larosiere Raporu, Basel Komitesi'nin sermayeye yükümlülüklerini yükseltmesini, konjonktür yanlısı etkilerin azaltılmasını, bilanço dışı varlıklara katı kurallar getirilmesini, likidite yönetimi prensiplerinin sıkılaştırılmasını, bankaların iç denetim ve risk yönetimi kurallarının güçlendirilmesi gerektiğini savunmaktadır. Konjonktür yanlısı etkiler, fiyatların düştüğü dönemlerde varlık ve teminat değerlerinin azalmasına, bunun sonucunda finansal kurumların varlık satışına yönelmesini ve varlık fiyatlarının daha da düşmesini neden olabilecektir. Bu durum, kredi kalitesini bozmakta, sermaye yeterliliğini yükseltmektedir. Ayrıca, Komite tarafından sermayenin tanımının yapılması ve hibrid enstrümanların ana sermayeye dahil edilip edilmeyeceğinin belirlenmesi önem arz etmektedir (Fıkırkoca vd, 2009:7). Larosiere Raporu dört bölümden oluşmaktadır. Bunlardan ilki Finansal krizin nedenleri, ikincisi Politika ve düzenleme onarımı, üçüncüsü AB denetim onarımı ve sonuncusu ise küresel onarımdır (Larosiere, 2009:7-59).



Larosiere Raporu, 2009 yılında AB Konseyi toplantısında ele alınmıştır. Raporda 30 kadar maddeden oluşan geniş bir öneriler paketi bulunmaktadır. Önerilerin başında düzenleyici çerçevenin yeniden şekillendirilmesi ve bu kapsamda Basel II kurallarının gözden geçirilmesi gelmektedir (Çapanoğlu, 2009:1).

Basel II kurallarına yönelik temelde 3 noktada eleştiri getirilmiştir. Birincisi, global kredi krizinin en önemli etkisi likidite riskine yönelik iken BASEL II'nin likidite riski için sermaye gerektirmemesi olarak dile getirilmiştir. Basel II kurallarına getirilen ikinci eleştiri ise, büyük gelişmiş bankaların ayırdığı sermayelerin, ne miktar ne de kalite olarak yeterli olmamasına yöneliktir (Saltoğlu, 2010).

Basel II kuralları birçok eleştiriye maruz kalmış ve yanlış bir strateji olarak görülmüştür. Çünkü bankacılık sisteminin bu uzlaşmayı kabul etmesi durumunda, bankaların kredi vermesinin daha pahalı hale geleceği ve bunun sonucunda piyasada sorunların yaşanabileceği düşünülmüştür. Ayrıca bu uzlaşının uygulanması çok karmaşık ve maliyetli olabilecek ve denetimin etkinliğinde sorunlarla karşılaşılacaktır. Amerika'da bazı bankalar Basel II uzlaşısına sağduyu ile yanaşmıştır. Avrupa Birliği ise Basel II'yi kabul ettiğini açıklamıştır (Carvalho, 2005, s.20-21).

Basel II'nin etkinliği son yıllarda yaşanan ekonomik krizlerle birlikte tartışılmaya başlanmıştır. Yaşanan Amerika krizi ile birlikte piyasalarda önemli sorunlar yaşanmıştır. Bu sorunlar; likidite riski, ekonomik dalgalanmalar ve firmaların birbirleriyle olan bağlılıkları olarak sıralanmaktadır. Yaşanan olumsuzluklar ile birlikte krizden etkilenen firmalar ilişki içinde oldukları diğer firmaları etkilemiş ve krizin yayılmasının önemli bir nedeni olmuştur. Finansal şoklar birbiri ile bağlantılı bankalar ve finansal kurumları da olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Komite, finansal sistemin ve ekonomik dengenin istikrarı için bankaların durumunu değerlendirmede idarecilere yardım etmesi için pratik yaklaşımlar geliştirmektedir. Basel Komitesi, Basel II'de yaşanan krizden sonra kendi yapısal zayıflıkları üzerinde odaklanmalı ve bu sorunlara uluslararası kabul gören çözümler getirmelidir. Fakat yapılacak reformların uluslararası alanda kabul görmesinin zaman alacak olması bu reformların etkinliğini azalmasına neden olabilecektir (Resti ve Sironi, 2010;6,7).

2008 Amerika krizinin çarpıcı bir özelliği de Basel II'nin krize engel olamamasıdır. Bu uzlaşa dar kapsamlı olup, bu yüzden makro ve mikro göstergelerin birlikte düşünülmesi bankacılık risk yönetimi için daha uygun olabilecektir. Ayrıca kurumların daha geniş kapsamda denetlenmesi gerekmektedir. Sadece bankalar değil aynı zamanda hedge fonlar ve kredi derecelendirme kuruluşlarının da denetlenmesi gerekmektedir. Basel II, kurumsal kapsamdan daha ziyade, üretim ve enstrümanların ticaretinin denetimi ve düzenlenmesi üzerinde odaklanmalıdır. Düzenleyicilerin piyasa ve kurumların likidite riski üzerinde odaklanmaları, ilave kurallar yaratmaları ve potansiyel riskler için pratik yapmaları gerekmektedir (Eerden, 2009;140).

Ülkemizde de Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu 25 Mayıs 2009 tarihinde Basel Bankacılık Denetim Komitesi üyeliğine kabul edilmiştir (BDDK, 2009). Fakat ülkemizde Basel II'nin uygulanması ilk önce 2009 yılında daha sonra ise 2011 yılında BDDK tarafından yapılan açıklama ile birlikte ileri bir tarihe ertelenmiştir. Açıklamaya göre; Basel Bankacılık Denetim Komitesince oluşturulmuş olan Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması dokümanı Avrupa Birliği (AB) müktesebatına dahil edilmiş ve belirli bir geçiş süreci dahilinde AB üyesi ülkelerde uygulamaya konulmuştur. Hali hazırda, dünya çapındaki birçok ülkede ise Basel II'ye uyum çalışmaları devam etmektedir. Ülkemizde kredi riskinin hesaplanmasında Basel II uygulaması ertelenmekle beraber Basel II ile uyumlu düzenleme çalışmaları devam etmektedir. Ayrıca, bankaların Basel II'ye uyum konusunda yürüttükleri çalışmaların yakından takip edilmesi amacıyla bankalardan altışar aylık dönemlerde "Bankaların Basel II'ye Geçişine İlişkin İlerleme Anketi" talep edilmekte ve ankete verilen cevaplar değerlendirilerek kamuoyunun bilgilendirilmesi amaçlanmaktadır (BDDK, 2010:1).

### **3.5. Basel III**

Basel II kurallarının geliştirilmesi, eksikliklerinin giderilmesi ve yeni kuralların oluşturulması amacı ile Basel Komitesi çalışmalar yapmaya devam etmiştir.

2009 yılı Aralık ayında sermaye ve likidite ihtiyaçları için Basel Komitesi tarafından oluşturulan taslak metin, 2010 yılı nisan ayı ortalarına kadar tartışılmış, G-20 ülkelerinin

başkanları tarafından 11-12 Kasım tarihlerinde Kore'de düzenlenen toplantıda Basel III kuralları olarak kabul edilmiştir (Elliott, 2010; 2).

Basel III kuralları ile ulaşılmak istenen hedefler (Cangürel, Güngör ve Diğerleri, 2010;1);

- Kaynağı ne olursa olsun finansal ve ekonomik şoklara karşı bankacılık sisteminin dayanıklılığının artırılması,
- Kurumsal yönetim ve risk yönetimi uygulamalarının geliştirilmesi,
- Bankaların şeffaflığının ve kamuya bilgi verme özelliklerinin artırılması,
- Mikro bazda yapılan düzenlemelerle bireysel olarak bankaların dayanıklılığının artırılması,
- Makro bazda yapılan düzenlemelerle finansal sistemin şoklara karşı direncinin artırılması.

Yukarıda yer verilen amaçların gerçekleştirilmesi için;

- Halihazırda kullanılan asgari sermayenin nicelik olarak artırılması, niteliğinde değişiklikler yapılması ve mevcut uygulamaya ilaveten risk bazlı olmayan, diğer bir ifadeyle muhasebesel bazlı bir asgari sermaye gerekliliği standardının getirilmesi,
- Tutulması gereken sermaye ihtiyacının ekonominin çevrim dönemlerine göre artırılabilmesi ya da azaltılabilmesi,
- Asgari likidite oranlarına yönelik düzenlemeler yapılması,
- Alım-satım (ticari portföy) hesaplarına ilişkin sermaye yeterliliği hesaplamalarında değişiklik yapılması,
- Karşı taraf kredi riskinin hesaplanmasına ilişkin değişiklik yapılması.

Yapılan değişiklikler Basel III olarak isimlendirilmektedir. Söz konusu revizyonlar etkileri itibariyle ciddi finansal sorunlara yol açsa da sermaye yeterliliğinin hesaplanma felsefesinde önemli sapmalara neden olmamaktadır. Başka bir deyişle Basel III, Basel II gibi sermaye gereksinimi hesaplama yöntemini tümünden değiştiren bir devrim değil, Basel II'nin özellikle son finansal krizdeki gözlemlenen eksikliklerini tamamlayan düzenlemeler seti niteliğindedir (Cangürel, Güngör ve Diğerleri, 2010;1).

Basel III kuralları ile ilgili olarak Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu tarafından gerçekleştirilen toplantıda düzenleme ile birlikte yapılan yenilikleri aşağıdaki gibi özetlenmektedir (BDDK, 2010) ;

- Bankaların önümüzdeki yıllarda, risk bazlı sermaye yeterliliği hesaplamasına ilave olarak basit bir kaldıraç oranını da sürekli olarak tutturmaları gerekecektir.
- Ana sermaye üzerinden % 4, toplamda ise % 8 olan asgari sermaye yeterliliği oranı farklılaştırılacak, bu kapsamda bankaların ‘‘özkaynak’’ (common equity) diye tabir edilen yeni bir sermaye tanımı üzerinden % 4,5’lik oranı, ana sermaye üzerinden % 6’lık oranı, toplam sermaye yeterliliğinde ise % 8’lik oranı tutturmaları gerekecektir.
- Ayrıca, söz konusu sınırlamaların üzerine bankaların kar dağıtımları ile ilişkilendirilmek suretiyle % 2,5’lik bir sermayenin korunması tamponu eklenecek ve böylelikle risklerini karşılayacak yeterlilikte sermayeye sahip olmayan bankaların kar dağıtımları sınırlandırılacaktır.
- Bunun da ötesinde ekonomide finansal kuruluşlar kaynaklı dalgalanmaların azaltılabilmesi amacıyla aşırı hızlı kredi büyümesi yaşanan dönemlerde bankaların sermaye tamponu oluşturmasını sağlayacak ilave bir oran da asgari gereksinimlere eklenecektir.
- Bunlara ilave olarak ise bankaların likidite yeterliliklerine ilişkin 2 yeni rasyonun uygulamaya geçmesi hedeflenmektedir.

### **3.6. Günümüz Finansal Piyasalarında Yapılan Düzenlemeler**

Son yıllarda yaşanan ekonomik krizlerin etkisiyle birlikte finansal piyasaların düzenlemesine yönelik önlemlerin alınması tartışılmaya başlanmıştır. Bu amaçla, ABD’de Senato Bankacılık Komitesi başkanı Christopher Dodd tarafından hazırlanan yeni bir finansal düzenleme tasarısı 2010 yılında onaylanmıştır. Bu tasarı, FED’in sigorta şirketi gibi bankacılık faaliyeti göstermeyen büyük finansal şirketlerin denetlenmesi yönelik sınırlamalar getirmesini öngörmektedir. Yeni yasa tasarısıyla kurulacak 9 üyeli Finansal İstikrar Gözetim Konseyi, şirketlerin iflasının önüne geçecek ve finansal istikrarı tehdit edeceği varsayılan büyük şirketleri parçalama yetkisine sahip olacaktır. Yetkilileri arttırılacak Fed, varlıkları 10

milyar doları aşan bankaların yanı sıra bütün mortgage ile ilgili işletmelerin ve sigorta şirketleri gibi banka olmayan büyük şirketleri denetleyebilecek ve yeni kurallar getirme yetkisine sahip olabilecektir ([www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)).

ABD Hazine Bakanlığı finansal sistemin düzenlenmesi için 5 öneride bulunmuştur ([www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)):

1. Finansal şirketlerin düzenlenmesi ve denetlenmesi teşvik edilmelidir.
2. Finansal piyasalarda geniş kapsamlı bir denetim mekanizması kurulmalıdır.
3. Tüketiciler ve yatırımcılar finansal suiistimallerden korunmalıdır.
4. Finansal krizleri yönetmek için ihtiyaç duyulan araçlar hükümet tarafından sağlanmalıdır.
5. Uluslararası işbirliği geliştirilmelidir ve uluslararası düzenleyicilerin standartları arttırılmalıdır.

1951 yılında Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu adıyla temelleri atılan Avrupa Birliği bugüne kadar, birincisi 1977 yılında diğeri 2002 yılında olmak üzere, iki finansal düzenleme raporu yayımlamıştır. 1977 yılındaki finansal düzenlemenin amacı olarak ‘‘Topluluk bütçesinin hazırlanması, onaylanması ve uygulanmasıyla ilgili prosedürlerin belirlenmesi’’ ortaya koyulmuştur. Finansal düzenlemenin diğeri maddeleri ise bütçenin hazırlanması ve uygulanması süreciyle ilgili 16 anahtar kavramı ve mali prosedürleri açıklamaktadır. Söz konusu düzenleme üzerinde 1979-1999 tarihleri arasında 14 kez değişiklik yapılmıştır. 25 Haziran 2002 tarihinde yayınlanan yeni finansal düzenleme raporunda ise Avrupa Birliği, bütçesini yönetecek genel prensipler ve temel kuralları koymakta kendini sınırlandırmıştır. Ayrıca bütçe hesaplarının nasıl tutulacağı, kamu ihaleleri, hibeler, muhasebe iç ve dış denetim kurumlarının yetki ve sorumlulukları ile ilgili kurallar da yeni finansal düzenleme ile belirlenmiştir. Avrupa Tarımsal yönlendirme ve Garanti Fonu (EAGGF), Yapısal Fonlar, Araştırma Geliştirme ve dış faaliyetler ile ilgili özel hükümlerde yeni finansal düzenlemede yer almıştır. Avrupa Birliği 2004 tarihinde, 2007-2013 yılına ait finansal perspektifini de açıklamıştır. Bu finansal perspektif ile mali disiplini ve etkinliği arttırıcı çok önemli üç değişiklik getirilmiştir. Bu değişiklikler ile bütçe harcama başlıklarının sayısı sekizden beşe indirilmiş, finansal perspektif dönemi yedi yıldan beş yıla düşürülmüş ve bütçeye büyüme uyarlama fonu konulmuştur (Taş, 2006, s.131-157).

Avrupa’da da finansal sistemin düzenlenmesi yönelik son yıllarda çalışmalar yapılmaktadır. Bu çalışmalardan biri, daha önce ifade ettiğimiz AB’de mali piyasalarının düzenlenmesi amacıyla eski IMF başkanı Jacques de Larosiere başkanlığında hazırlanan “Larosiere Raporu” dur. Bu raporda AB finans piyasalarının denetimi için bir risk denetim ve erken uyarı sistemi kurulması, Basel II’nin revize edilmesi, finans piyasalarının gözetiminin kredi derecelendirme kurumlarını da içerecek şekilde genişletilmesi ve bankalar için dinamik hükümler getirilmesi önerilerinde bulunulmuştur. Bu amaçla, var olan yapılar arasında koordinasyon sağlanmasına yönelik sistemlerin kurulması da öngörülmüştür (Çapanoğlu,2010, s.1).

2009 yılında yapılan G-20 zirvesi ile birlikte finansal piyasaların düzenlenmesi ve finansal piyasalarda istikrar için önemli öneriler gündeme gelmiştir. Bu önerilerden ilki Bruno Jetin’in önerisidir. James Tobin’in orijinal Tobin vergisi önerisine çok benzer olan bu öneriye göre alınacak finansal işlem vergisi bankalar için yüzde 0,02, diğer finansal kurumlar ve finansal olmayan kuruluşlar için ise yüzde 0,1 olarak uygulanacaktır. Finansal işlemlerin faaliyet alanına göre Jetin’in finansal işlem vergisi, organize ya da organize olmayan piyasalardaki işlemlerde geleneksel döviz piyasalarını koruyacaktır. Bu sayede dünya genelinde 2007 verilerine göre 191 milyar dolar vergi hasılatı toplanabilecektir. İkinci öneri Baker’ın önerisidir ve bu öneri Tobin ve Jetin’in önerilerinden daha geniş kapsamlıdır. Baker’ın finansal işlem vergisi önerisini neredeyse piyasadaki bütün finansal işlemler üzerinde uygulanacaktır. Finansal işlem vergisi spot işlemler için yüzde 0,01, türev işlemlerde ise opsiyonlu işlemler için yüzde 0,5, future işlemlerde ise yüzde 0,02 olarak uygulanacaktır. Baker’ın önerisi ile 2008 verilerine göre Amerika’da yıllık olarak 176,9 milyar dolar vergi geliri elde edilebilecektir. Baker’ın önerdiği finansal işlem vergisi sadece döviz işlemlerinden alınmamakta aynı zamanda tahviller ve özsermaye gibi unsurlardan da alınmaktadır. Bu yönüyle Tobin’in orijinal önerisinden farklılık göstermektedir. Son öneri Schulmeister’in önerisidir ve bu öneri Baker’ın önerisinden de daha geniş kapsamlıdır. Öneri Tobin ve Jetin’in önerisinde de yer alan döviz işlemleri piyasasını, Baker’ın önerisinde yer alan türev işlemleri ve aynı zamanda organize olmayan piyasaları da kapsamaktadır. Schulmeister’in finansal işlem vergisi diğer önerilerden daha fazla vergi geliri elde edeceği düşünülmektedir. Uygulanacak yüzde 0,1 vergi oranı ile dünya genelinde yıllık 917 milyar dolar vergi geliri elde edilebilecektir (TUAC, 2010, s. 11,12).

Spekülatif hareketlerin önlenmesi için Almanya’da önemli kararlar almakta olup, 2010 yılında sermaye piyasalarında belirli tedbirleri uygulamaya koymuştur. Almanya Finansal Denetleme Kurumu 19 Mayıs’ta yaptığı açıklamada, 31 Mart 2011’e kadar geçerli olmak üzere, Avro Bölgesi borçları ve bazı finansal kuruluşların hisselerinin çıplak açığa satışının yasaklandığını duyurmuştur. Spekülatörlerin tercih ettiği çıplak açığa satış, mali piyasalarda sahip olunmayan ve kiralanmayan varlıkların (hisse senedi, tahvil, bono, emtia) daha düşük fiyattan yerine koyarak kar elde etme beklentisiyle açığa satılması anlamına gelmektedir (www.haber7.com).

İngiltere’nin tepkisine rağmen piyasalarda spekülasyonu önlemek için çıplak açığa satışı yasaklayan Almanya’ya Brüksel’den destek gelmiştir. İç pazardan sorumlu AB Komisyonu Üyesi Michel Barnier, AB maliye bakanlarının toplantılarında, AB genelinde çıplak açığa satış yasağının tartışılmasını istemiş ve bu konuda AB genelinde ve küresel düzeyde ortak hareket edilmesinin önemine vurgu yapmıştır. Almanya Başbakanı Angela Merkel, Avro Bölgesi’nde Yunanistan başta olmak üzere borç krizindeki ülkelerin tahvillerinde son aylarda hızla yükselen faizlerin, spekülatörlerin çıplak açığa satışlarından kaynaklandığını savunarak yasağı genişletmek isterken küresel sermayenin merkezi konumundaki iki şehir Londra ve New York’un zarar görmesini istemeyen İngiltere ve ABD buna şiddetle karşı çıkmaktadırlar. AB içinde açığa satışın bazı türlerine yasak uygulayan Fransa, tahvil piyasasını kapsam dışında tutarken Avusturya ve Belçika’nın Almanya örneğini izlemesi beklenmektedir (www.milliyet.com.tr).

Almanya’nın spekülatif hareketleri önlemede almış olduğu kararlara IMF’den de olumsuz yorumlar yapılmıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF) ekonomistleri, Almanya’nın aldığı çıplak açığa satış kararını eleştirmiştir. Avrupa Komisyonu’nun açığa satış düzenlemesi için bilgisine başvurduğu IMF konuya ilişkin hazırladığı 5 Ağustos tarihli raporda, çıplak açığa satış kararının etkinliğini gösteren çok az kanıt bulunduğunu belirtmiştir. Raporda, yasaklama kararlarının alınmasının ardından büyük ölçüde piyasaların etkisinin ve etkinliğinin bozulduğuna dikkat çekilerek, Avrupa Birliği (AB) çapında böyle bir yasaklamanın büyük ölçüde uygulanamayacağı vurgulanmıştır (www.dunyagazetesi.com).

2009 yılı Nisan ayında toplanan G-20 Londra Zirvesi'nde kurulması kararlaştırılan Finansal İstikrar Kurulunun başkanlığına İtalya Merkez Bankası Başkanı Mario Draghi getirilmiştir. Kurulun almış olduğu kararlar şöyle sıralanmaktadır (www.tmsk.org.tr) :

- Uluslararası işbirliği.
- Risk temelinde sağlamlığın gözetimine ilişkin düzenlemelere yönelik uluslararası çerçevelerin güçlendirilmesi.
- Sistemik açıdan önem arz eden tüm finansal kurumların, piyasaların ve araçların uygun düzeyde düzenlemeye tabi tutulmaları ve bunların gereğince denetlenmesi gerektiği.
- Tazminat yapılarının şirketlerin uzun vadeli hedefleri ve ihtiyatlı risk alma politikaları ile tutarlı olmasını sağlamak açısından, Finansal İstikrar Forumu (FİF) tarafından önemli finansal kuruluşlarda ödeme ve tazminata ilişkin olarak ortaya konan ilkelerin benimsenmesi.
- Kamu finansmanını ve uluslararası standartları, işbirliğine yanaşmayan bölgelerden kaynaklanan risklere karşı korumak esastır. Tüm bölgelere ihtiyatlılık, vergi ve kara para aklama/terörün finansmanı ile mücadele konularında uluslararası standartlara bağlı kalmaları.
- Standart belirleyicilerin, gerçeğe uygun değer muhasebesinin çerçevesini yeniden oluştururken, finansal araçların değerlemesine ilişkin olarak, söz konusu araçların likiditelerine ve yatırımcıların ellerinde bulundurma süreçlerine dayalı standartlar geliştirmeleri gerektiği.
- Asli piyasa katılımcıları olmaları dolayısıyla, Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının faaliyetlerinin daha etkin bir şekilde denetlenmesi.

### **3.7. Finansal Piyasaların Düzenlenmesi ve Denetlenmesine Eleştirel Bir Yaklaşım**

Günümüze sıkça karşılaşılan krizler ülkeler üzerinde farklı etkilere sahip olmakla birlikte büyük ölçüde düşük ve orta gelir grupları olumsuz şekilde etkilemektedir. Piyasalarda yaşanan krizlerin en önemli etkileri yoksulluk, işsizlik, gelir düzeyindeki yaşanan azalma, yaşam kalitesinin farklılaşması ve gelir dağılımındaki adaletsizliğin artmasıdır. Ekonomik krizlerin en önemli nedenlerinden biri olan istikrarsızlık, ekonomik büyümeyi olumsuz



etkilemenin yanı sıra, istikrarsızlığın maliyetini de toplumun gelir düzeyi düşük kesime kaymasına yol açabilmektedir. Ekonomik krizlerin kısa vade de etkisi genellikle finans piyasaları üzerinde olurken, uzun vadeli etkileri ise işgücü piyasasında, bütçe harcamalarının değiştirilmesinde, sağlık ve eğitim harcamalarında kısıntıya gidilmesinde, yoksulluk ve gelir dağılımında yaşanan adaletsizliğin artmasında hissedilmektedir (Stiglitz, 2002). Günümüzde mali açıdan rahat birçok ülke bile krizler karşısında zor durumda kalmaktadır. Bu gidişatın ters çevrilmesi kısa zamanda kolay gözükmemektedir. Kriz sonrasında genel olarak finansal piyasaların reform edilmesi gündeme gelmektedir. Bugüne kadar yapılan reformların etkinliği ise tartışma konusudur. Çünkü reformlar finansal çalkantıları yavaşlatırken, çalkantıların yönünü değişmesine de neden olabilecektir (Alessandri ve Haldane, 2009;19 ve Picciotto, 2009;11).

2007 küresel krizle birlikte kapitalist sistemin işleyişiyle ilgili eleştiriler de artmış ve kapitalist düzenin yarattığı kriz olarak nitelendirilmiştir. Kapitalist düzende üretim kapasitesinin hızlı bir şekilde artması, yığınsal üretime karşı talebin, gelir dağılımında yaşanan bozukluğun ve piyasalardaki rekabet şeklinin de etkisiyle aynı hızla artmaması, geleceğe ilişkin belirsizlikler, zaman zaman krizlerin yaşanmasına neden olmakta ve krizler kapitalist düzenin doğal ekonomik sonucu olarak görülmektedir. Kapitalizm doğası gereği aralıklarla kriz üretmektedir (Akgüç, 2009). Küresel Kriz dünya ekonomisinin son 30 yılına egemen olan kapitalizmin neo liberal evresini zayıflatmıştır. Bugün gelinen nokta itibariyle neo liberal politikaların uygulandığı uluslararası şirketlerin egemen olduğu bir kapitalizmin artık sürdürülemeyeceği, kapitalizmin bir şekilde yenileneceği yönündedir.

Kapitalizmin yarattığı finansal krizler, sisteme yönelik eleştirilerde bulunan heteredoks (marsist/yapıcalı/keynesyen/kurumsalci) iktisat yazınının tezlerini kuvvetlendirmiştir. Bu gün kapitalizmin finansallaşmasına meydan okuma, özellikle keynesyen iktisadın canlanması yol açmıştır. Kriz dönemlerinde kapitalist sistemin krizleri karşısında devlet müdahalesine ihtiyaç duyulmaktadır. Keynesyenler, kapitalist sistemin temel kusuru olarak ifade ettiği adaletsiz gelir dağılımı ve eksik tam istihdama ilave olarak finansal sistemin doğası gereği istikrarsız olduğu ve finansal krizlere neden olduğunu ileri sürmektedir (Işık, 2011). Keynesyenler (Minsky, Davidson gibi) ifade ettiği gibi kapitalist ekonomiler, doğası gereği istikrarsızdır. Keynes-Minsky, finansal istikrarsızlık yaklaşımı ile finansal sistemin sağlam ve istikrarlı bir yapıdan kırılabilir ve istikrarsız bir yapıya doğal olarak dönüştüğünü ileri

sürmektedir. Büyüyen bir ekonomide finansal krizleri açıklayan bu yaklaşıma göre iktisadi büyümenin yol açtığı iyimserlik, risk alma yoluyla borçlanma eğilimini artırmaktadır. Borçlanma düzeyi arttıkça, bu borçlanma içinde kısa vadeli borçların oranı yükselmekte ve likidite düştükçe finansal sistemin kırılganlığı artmaktadır (Işık, 2011:325-26). Bu çerçevede politika önerileri daha adil bir toplum yaratmaya yönelik devletin ekonomiye müdahale etmesini savunmaktadırlar. Bu tür keynesyen politika önerileri; parasal, mali politikaların yanı sıra finansal regülasyonunu, devlet yardımlarını, sermaye akışlarının kontrollerini ve mali yardımları da kapsamaktadır (Wolff, 2010). Keynesyenler, her ne kadar kapitalist sistemin krizini içsel ve doğasının bir sonucu olarak görmelerine karşın devlet müdahalesini (finansal ve reel piyasaların düzenlenmesi, denetlenmesi gibi) ve etkin maliye politikasını savunmaktadır.

Marxistler ise kapitalizm sistematik olarak krize içkin bir ekonomik sistemdir ve Keynesyen politikalar bu dengesizliği temelde asla değiştiremez (Wolff, 2010).

Marx'a göre, kapitalist ekonominin, üretimin ve tüketimin iki ayrı işleyiş haline geldiği bir genelleşmiş değişim ekonomisi olması, krizlerin oluşmasına neden olmuştur. Malların, tüketilmek için değil satılmak için üretilmesi, dengesizliklere yol açmış ve paranın işin içine girmesine yol açmıştır. Malların tüketimden çok satış için üretilmesi ise yatırılan sermayenin karşılığını alabilmesi için, üretimin yeterli bir kar ve oldukça hızlı bir şekilde yapılmasına neden olmuştur. Bu genel yapı içinde krizlerin düzenli olarak ortaya çıkmasının gerekliliği şu şekilde açıklanır: Sermaye birikiminin mantığına uygun olarak, yatırımlar, ürünler için efektif talep olması kesin değilse bile kâr oranının yüksek olduğu üretim dallarında gerçekleşecektir (Yılmaz, Kızıltan vd, 2005;81).

Marx'ın kriz kuramlarındaki ana nokta, karın öneminin ortaya konulması ve karlılığı devam ettiren etkenin ne olduğu sorusuna yanıt aranıyor olmasıdır. Marx'a göre kriz, ekonomik ve politik bir sorundur. Bununla birlikte, Marx'ın analizinin en önemli özelliklerinden birisi, krizlerde parasal ve finansal dolaşımın etkisinin göz ardı edilmemiş olmasıdır. Marx, parasal dolaşım süreçlerini ele almış, kredi ve finansal kurumların reel süreçleri nasıl etkilediğini ortaya koymuştur. Marx'a göre kapitalist sistemin anarşik ve plansız doğası gereği gelecekteki fiyatları doğru hesaplamak genellikle mümkün değildir. Parasal krizler finansal varlıkların fiyatının azalmasına ve borç alma güçlüklerine neden olur.

Parasal krizlerin en önemli özelliği malın satılamaması değil, belli bir zaman diliminde satılamamasıdır (Yeldan, 2008).

Marksist teori için son derece önemli bir varsayım olmasına rağmen kapitalist sistemde krizin nasıl oluştuğu, hangi kaynaklardan beslendiği ve nasıl sonuçlandığı hususunda Marx'ın derli toplu bir kriz ve konjonktür teorisi bulunmamaktadır. Bu konulara dağınık olarak, çeşitli yazılarında ve *Kapital*'in birçok bölümünde sık sık temas etmiştir. Bu düşüncelerin toplanmasından ortaya çıkan sonuç, Marx'ın kapitalist sistemdeki kriz olayını bir birinden farklı iki temele dayandırıldığını göstermektedir. Bunlardan birincisi düşen kâr oranları ve ikincisi eksik tüketimdir. Marx, düşen kâr oranları teorisinde iktisadi kriz olgusunu şöyle açıklamıştır: Yeni üretim tekniklerinin uygulanması yatırımları artırır. Yatırımların artışı, emek piyasasında işçi talebini artırır. İşçi talebindeki bu artış, endüstri rezerv ordusundan bir kısmının emilmesine ve ücret piyasasındaki basıncın hafiflemesine yol açar; ücretlerde düşme durur, hatta bir miktar artış göze çarpar. Ücretlerin yükselmesi artık değer oranını düşürür ve dolayısıyla kâr oranında da düşme kendini gösterir. Bu ise yatırımları durdurur ve yatırımların durmasıyla işçi talebi de azalır. İşçi talebinin yeniden azalması, ücretlerin düşmeye başlaması, kriz ve depresyon halinin devamı endüstri rezerv ordusunun artmasına yol açar. Fazla nüfus, işçi piyasasında işsizliğin artmasına, ücretlerin düşmesine ve böylece sömürü oranının artmasına yol açar. Bu durum kâr oranının yeniden artmasına imkan verir (Yılmaz, Kızıltan vd, 2005;82).

İktisadi sistemde aranan krizin nedeni sermayenin yeterince kar elde edememesi sonucunda, aşırı sermaye birikiminin oluşmasıdır. Yani, elde edilmesi mümkün olan artık değere oranla bir aşırı birikim söz konusudur. Bu durumda kriz kaçınılmazdır. Kriz, fiyatların ve kar oranlarının azalması ile başlar, üretimin ve istihdamın buna bağlı olarak satın alma gücünün düşmesi ile devam eder. Birikimli bir süreç ile bunalım bunalımı doğurur. Marx'ın teorisinden önce, iktisadi krizler sürekli büyüme sürecindeki ani ve arızı duraklama ve genel üretim fazlası olarak açıklanmıştır. Oysa Marx, gerçek meselenin devresel dalgalanmalar olduğunu belirtmiştir. Kapitalist sistemin iç çelişkileri, Marx'a göre, aynı zamanda kendilerini devresel krizler olarak belli eder. Krizler, bu çelişkilerin etkili, fakat geçici çözümü, bozulan dengeyi bir süre için tekrar kuran şiddetli patlamalardır. Kapitalizm geliştikçe, krizler daha fazla şiddetlenecektir (Yılmaz, Kızıltan vd, 2005;83).

Marx'ın belirttiği gibi mali sermaye ve onun krizleri şiddetlendiren spekülasyon hareketleri, tekelleşmenin ve mülksüzleşmenin temelini oluşturmaktadır. Neo-klasik teorilerde ileri sürüldüğü gibi tekelleşme arızı değil yapısal bir süreçtir ve mali sermaye ile çok yakından bağlantılıdır. Mali kurumlar kapitalizmin tekelci aşamasında ve özellikle Bretton Woods sonrası dönemde basitçe fon akışlarına aracılık etmenin çok ötesine geçerek ülkelerin para yönetimlerini belirleyen tekeller haline gelmiş ve Marx'ın belirttiği gibi toplumsal sermayenin genel yöneticileri olmuşlardır (Hoca, 2008).

Marksizmin diğer birçok irili ufaklı krizlerde görüldüğü üzere kapitalizmin neo-klasik ve keynesyen biçimlerinden farklı çözüm önerileri vardır ve modern toplumun kapitalizmden daha iyi işler yapabileceğini savunmaktadır. Marksizm Keynesyen politikardan ayrıdır. Çünkü Marksizmin savunduğunun aksine Keynesyen politikalar işçiler üzerine maliyet ve kısıtlamalar yüklemektedir. Birçok Keynesyen program artık kapitalizmi tekrardan dengeye sokmak için ekonomik krizlerin sonlamasını amaçlamaktadır (Wolff, 2010).

Sonuç olarak, tamamen serbest piyasa düşüncesine dayanan bir kapitalist düzen, kendi içinde taşıdığı çelişkili ve spekülasyon doğası nedeniyle yeni bir anlayışla ele alınmalıdır. Böyle bir yeni anlayışta daha istikrarlı bir kapitalizmin teşekkül edebilmesi ise büyük ölçüde sermaye güçleri yanında emek güçlerinin de tıpkı “Altın Çağ” döneminde olduğu gibi yeniden bir *sosyal uzlaşma* varmasıyla mümkündür. Sonuç olarak kapitalist ekonomilerin yeniden tasarlanması düşüncesi, kanımca, önümüzdeki günlerde tartışılacak olan finans ve bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesi anlayışının çok ötesine gitmektedir (Işık, 2010:327-28).

## SONUÇ

Spekülatif amaçlı para talebinin önlenmesi amacıyla, 1972 yılında Princeton Üniversitesi'nde yapılan bir konferansta dile getirilen Tobin Vergisi aradan geçen yaklaşık kırk yıl boyunca tartışılmaya devam etmiştir.

Tobin Vergisi önerildiği dönemde sermaye hareketlerinin günümüzdeki kadar akışkan olmaması nedeniyle fazla ilgi görmemiştir. Fakat küreselleşme süreci ile birlikte sermayenin akışkanlığının artması özellikle gelişmekte olan ülkelerde bazı olumsuzluklara yol açmaya başlamıştır. Bu sorunların başında, sermayenin ülke piyasalarına uzun vadeli yatırım yapmak amacıyla değil istenildiği anda diğer piyasalara yönlendirilmesi muhtemel olan sıcak para şeklinde girmesi gelmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda yaşanan küçük ölçekli krizler, uzun vadeli yatırıma dönüşmeyen sermayenin hızlı bir şekilde daha güvenli olarak gördüğü gelişmiş ülke piyasalarına kaçmasına neden olmaktadır. Bunun sonucunda gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yaşanan sorunlar kısa sürede derin krizlere dönüşebilmektedir. 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz ile birlikte sermaye kontrollerine sıcak bakmayan IMF artık sermaye akımlarına düzenleme getirilmesinin gerekli olduğunu belirtmiştir. Birleşmiş Milletler Ajansı'nın sermaye kontrollerinin uygulanmayı başlanmasını dile getirmesi ve Asya Kalkınma Bankası'nın sermaye akışlarını bölgenin en önemli sorunu olarak görmesi finansal kriz zamanlarında sıkça dile getirilen Tobin Vergisi önerisinin günümüzde tekrar düşünülmesine neden olmuştur. Fakat uygulanacak verginin belirli ülke piyasaları ile sınırlı kalması, verginin uygulandığı ülkelerin sermaye piyasalarını daha zor durumu düşürebilecektir. Bu yüzden Tobin Vergisi'nin etkinliği, bütün ülkelerde aynı anda ve eşit oranda uygulanabilmesine bağlı bulunmaktadır. Ayrıca vergiden kaçınmaların olmaması için verginin bütün işlemlerden alınması gerekmektedir. Uygulanacak vergi oranının hem piyasalardaki spekülatif amaçlı alımları azaltacak kadar yüksek hem de yatırımların azalmasını önleyecek kadar düşük bir oranda belirlenmelidir.

Türk Lirası'nın son günlerde değer kazanması ve ihracatımızın olumsuz etkilenmesi böyle bir verginin ülkemizde de uygulanması tartışmalarını da başlatmıştır. Tobin Vergisi Türkiye'de uygulanabilmesi öncelikle, Türk lirasının değer kazanmasının sıcak para girişinden mi yoksa dövizde yaşanan değer kaybından mı olduğu iyi analiz edilmelidir.

Günümüzde spekülâtif amaçlı hareketler bütün ülkelerin ortak sorunu haline gelmiştir. Bu sorunla başa çıkabilmek için ülkelerin ortak bir karar alması ve bu ortak karar neticesinde tüm ülkeleri kapsayacak şekilde sermaye hareketlerine sınırlandırma getirmesi başarı şansını daha da arttıracaktır.

Sermaye hareketlerine sınırlandırma getirerek piyasalarında istikrar sağlamak isteyen ülkeler bu konuda çeşitli önlemler almış, uygulanan kısıtlamaların birçoğunda başarılı sonuçlar elde edilmiştir. Fakat sermaye kısıtlamasına giden ülke örnekleri incelendiğinde ülke piyasalarının spekülâtif amaçlı işlemlerden korunmak amacıyla getirmiş olduğu kısıtlamaların ortak bir çözüm önerisinin olmadığı görülmüştür. Her ülke kendi ekonomik sorunlarına göre farklı şekillerde önlem almak zorunda kalmıştır. Çoğu ülke, karşılaştıkları iktisadi zorluklardan dolayı mecburen sermaye hareketlerine kısıtlama getirmiştir. Sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ülke ekonomileri için bir savunma mekanizma işlevi görebilmektedir. Sermaye hareketlerinin kısıtlanmasının ülke ekonomisi üzerindeki etkisi; uluslararası konjunktur, ülkenin bölgesel konumu gibi birçok faktöre bağlı bulunmaktadır.

Finansal sistemin düzenlenmesine yönelik önemli çalışmalardan birini de gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ve banka düzenleyicilerinden oluşan Basel Komitesi tarafından yapılmaktadır. Komitenin yaptığı çalışmalar tavsiye niteliğinde olmasına karşın birçok ülkede kabul edilmiş ve uygulanmaya başlanmıştır. İlki 1988 yılında yayınlanan kurallar ile özellikle finansal piyasaların en önemli aktörü olan yapısı güçlendirilmek istenmiştir. Fakat Basel I'in sadece gelişmiş ülkelere yönelik tasarlanması ve finansal sistemin istikrarını sağlamada çok dar bir alanda sınırlandırılması Komitenin 1999 yılında yeni bir uzlaşma metni yayınlamasına neden olmuştur. Yayınlanan yeni kuralların 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizde etkili olmaması sonucunda Basel II kuralları, bankaların ayırdığı sermayenin miktar ve kalite olarak yeterli olmadığı, likidite riski için ise sermaye ayrılmadığı noktalarında eleştirilmiştir. Basel Komitesi bu eksiklikleri giderebilmek için gerekli çalışmaları yaparak 2010 yılında Basel III kurallarını yayınlamıştır. Yayınlanan bu uzlaşma metinleri finansal piyasaların düzenlenmesine büyük oranda katkıda bulunmaktadır. Fakat Basel kurallarının özellikle bankacılık sistemindeki riskler üzerine odaklanması sistemin etkinliğini azaltmaktadır.

Ekonomik krizlerin son yıllarda sıklığının arttığı, gelir dağılımındaki adaletsizliklerin yükseldiği, ekonomik ve siyasi istikrarsızlığın baş gösterdiği günümüzde sermaye

hareketlerinin ÷lke piyasaları açısından ne denli risk teşkil ettiği daha fazla anlaşılmıştır. Sermaye kontrollerine karşı çıkan uluslararası örgütlerin ve Amerika'nın almış olduğu katı tutumları yumuşatmaları da artık yeni bir düzenlemeye ihtiyaç duyulduğunu göstergesidir.

## KAYNAKÇA

ABDELAL, R., ALFARO, L., Capital and Control Lesson From Malaysia, International Finance and Trade, 2003.

ADAM, S., KATE, D.T., Asia Should Consider Capital Controls to Stem Asset-Bubble Risks, UN Says, 2010.

AGOSIN, M., FRENCH, R., Managing Capital İnflows İn Chile, New York, Oxford University Press and United Nations University, World Institute for Development Economics Research, 2000.

ALESSANDRI, P, HALDANE, A.G, Banking On The State, Bank Of England, 2009.

AKDIŞ, M., Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı 36, 2004.

ALTINKEMER, M., Recent Experiences With Capital Controls: Is There A Lesson for Turkey?, 2005.

ARIYOSHI, A., HABERMEIER, K., Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization, IMF Occasional Paper No. 190, 2000.

ARESTIS, P., Sawyer M., How Many Cheers for the Tobin Transactions Tax?, Cambridge Journal of Economics, s21:753-768, 1997.

ARSLAN, İ., Basel Kriterleri ve Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S. 18, 2007.

ARSLAN, M.,O., Küresel Keynesçilik ve Küresel Ekonomik Kriz, Ege Akademik Bakış, Cilt 10, Sayı 4, 2010.

ASLAN, N., Uluslararası Özel sermaye Akımları, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997.

ATİKER, M., Basel I ve Basel II, Konya Ticaret Odası Etüd Araştırma Servisi, 2005,



ASO, Ankara Sanayi Odası, Asomedyta, Rahatsız Tayland ya da Tayland'ın Bahtı, 2001.

AKGÜÇ, Ö., Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları, Ulusal Akademik Ağ ve Bilgi Merkezi, 2009.

AKYÜZ, Y., Capital Flows to Developing Countries In A Historical Perspective: Will The Current Boom End With a Bust?, South Centre Research Paper 37, 2011.

AYKUT, Ö, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Basel II Standartları, Ekonomik Sorunlar Dergisi, Sayı 30, 2008.

BABAOĞLU, D., Semaye Akımlarını Yönetimi: Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005.

BAKER, D, POLLIN, R., The Potential Revenue from Financial Transactions Taxes, Political Economy Research Institute, Workingpaper series, N. 212, 2009.

BALIN, B.J., Basel I, Basel II, and Emerging Markets: A Nontechnical Analysis, School of Advanced International Studies, 2008.

BAŞÇI. E., Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru Politikaları, 2010.

BALSEVEN, H., ERDOĞDU, M., Mali Kriz Riski Bağlamında Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilir Bir Versiyonu, Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, 2005.

BALSEVEN, H., Sermayenin Vergilendirilmesinin Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, 2003.

BDDK, 10 Soruda Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı (Basel II), BDDK Araştırma Dairesi, 2005.

BDDK, Piyasa Riski Ölçümleme Yöntemlerine İlişkin Analiz, Risk Yönetimi Dairesi, Nisan 2010.

BDDK, Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi, 2009

BDDK, Bankacılık Sektörü Basel II İlerleme Raporu, 2010.

BIRD, G., RAJAN, R., “International Currency Taxation and Currency Stabilization in Developing Countries”, *Journal of Development Studies* **37**, syf. 21–38, 2001.

BRUNO, J., (2003), “How Can A Currency Transaction Tax Stabilize Foreign Exchange Rate”, *Debating The Tobin Tax, New Rules for Global Finance*, Washington, DC November.

BRITO, J. B., *The Anatomy of the East Asian Crisis: An Alternative Model of Currency Crises*, Birmingham : Department of Economics, University of Birmingham, 1999.

CANGÜREL, O., GÜNGÖR, S., vd., *Sorularla Basel III, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu, Risk Yönetimi Dairesi*, Aralık 2010.

ÇAPANOĞLU, S.G., *Avrupa Finans Piyasalarının Düzenlenmesine Yönelik Önemli Bir Çalışma: Larosiere raporu, İktisadi Kalkınma Vakfı Değerlendirme Notu, No. 6, 2009*

CARVALHO, F.C., *Basel II: A Critical Assessment*, Universidade Federal do Paraná, Department of Economics, Working Papers N. 6, 2005.

COELHO, B., GALLAGHER K.P., *Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand*, Political Economy Research Institute, Workingpaper series, N. 213, 2010.

CORDERO, J., A., *Economic Growth Under Alternative Monetary Regimes: Inflation Targeting vs Real Exchange Rate Targeting*, *International Review of Applied Economics*, N. 22, 2008.

CHANG, R., VELASCO, A., *Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper, 1999.

CENAN, A., *Basel II Standartları, Dış İşleri Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*, Sayı 30, 2008.

DAVIDSON, P., *Are Grains of Sand In The Wheels Of International Finance Sufficient To Do The Job When Boulders Are Often Required?*, *The Economic Journal*, 107, 442:671-86, 1997

DELİKANLI, İ.U., Bankacılıkta Kredi Türevlerinin Hissedar Değerine Katkısı, Etkin Bir Şekilde Kullanımına İmkan Sağlayacak Risk Yönetimi Yapılanması ve Finansal Raporlaması, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 2010.

DORNBUSCH, R., Malaysia Was It Different?, Nber Working Paper No: 8325, 2001.

DUMAN, K., Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri, Akdeniz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2004.

DUVAN, B., Finansal Sistemin Yeniden Yapılandırılması: Tayland Uygulaması, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, 2001.

DTM, Dış Ticaret Müsteşarlığı, "Malezya Ekonomik Krizi Yendi mi?", 2001.

DPT, Devlet Planlama Teşkilatı, Seçilmiş Ülke Örnekleri, Bölüm 2, s. 39. , 2004.

EICHENGREEN, B., "The Tobin Tax: What Have We Learned?", The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility. Oxford University Press. s:274-283, 1996.

EICHENGREEN, B., WYPOSZ, C., "The Unstable EMS", Brookings Papers on Economic Activity. :51-143, 1993.

EICHENGREEN, B., TOBİN, J., WYPOSZ, C., "Two Cases of Sand in the Wheels of International Finance ", The Economic Journal, 105, 445:162-172, 1995.

EICHENGREEN, B., WYPOSZ, C., "Taxing International Financial Transactions to Enhance the Operation of the International Monetary System", (ed. M.Haq, I.Kaul ve I.Grunberg) The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility. Oxford University Press:15-41, 1996.

EĞİLMEZ, M., İç içe Dengeler, Radikal Gazetesi, 19.04.2011

ENGİN, Y., Türkiye'de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler, Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2004.

ERCAN, M., Tobin Vergisi Yeniden Gündemde, Radikal Gazetesi, 2009.

ERGÜL, T., ARSLAN, O., Finansal istikrarsızlık Hipotezi, Tobin Vergisi ve Uluslararası Finansal Sistem: Post Keynesyen Bir Çerçeve, Gazi Üniversitesi Ekonomik Yaklaşım, Cilt 20,Sayı 72, 2009.

ERGÜL, T., Y., Ekonomik İstikrarsızlıkları Anlamada Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, Maliye Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi, 2005.

EKEN, M.H, Basel II ve Risk Yönetimi, Risk Management Conference, İstanbul, 2006.

EERDEN, L.V., Finance-Led Crisis: A Challenge for Regulators, Journal of Money, Investment and Banking, 2009.

EKEN,M.H., Basel II ve Risk Yönetimi, Risk Yönetimi Konferansı, 2006.

EDWARD, S., How Effective Are Capital Controls?, Nber Working Paper Seies, N. 7413, 1999.

ELLIOT, D., Basel III, The Banks and the Economy, The Brookings Institution 2010.

FIKIRKOCA, E., DEĞERTEKİN, E., ÇİKOT Ö., Finansal Piyasalarda Reform Çalışmaları, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi, S.85.

FIKIRKOCA. E, EMRE. Z., TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, "Makro Ekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Etkileri : Türkiye İçin Öneriler", 2004.

FRANKEL, J., How Well Do Markets Work: Might a Tobin Tax Help? (ed. M.Hag, I.kaul ve I.Grunberg) The Tobin Tax : Coping With Financial Volatility. Oxford University Press. S:41:83, 1996a.

FRANKEL, J., How Well Do Markets Work: Might a Tobin Tax Help?, NBER, Working Paper, S:1:69, 1996b.

FORBES, K., One cost of the Chilean Capital Controls : Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms, Nber Working Paper, No: 9777, 2003.

HABERER, M., "Some Criticism of Tobin Tax", University of Konstanz Discussion Paper No. 03/01, 2003.

GALLAGHER, K., Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis, Political Economic Research Institute N. 250, 2011

GALLEGO, F., HEBBEL, K., Capital Controls In Chile : Were They Effective, Working Papers Central Bank of Chile , No. 59, 2000.

GRIFFITH-JONES, Global Capital Flows, Should They be Regulated ? Mcmillan-London, 1997.

HONOHAN, P., YODER, S., Financial Transactions Tax : Panacea, Threat, or Damp Squib?, The World Bank Development Research Group Finance and Private Sector Development Team, Mart 2010.

JOHNSON, S., MİLTON, T., Crpnyism and Capital Controls : Evidence from Malaysia, Nber Working Paper No. 8521, 2001.

IŞIK, S., Para, Finans, ve Kriz Post Keynesyen Yaklaşım, Palme Yayıncılık Ankara, 2009.

IŞIK, S., Minsky'in Zenginliğin Paylaşıldığı Kapitalist Model, Yayınlanmamış makale, 2001.

İLKORUR, K., Derviş'in Önerisi, Radikal Gazetesi, 2003.

İLKORUR, K., Tobin Vergisinin Düşündükleri, Radikal Gazetesi, 2009.

JONES, S., GALLAGHER, K., Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy, Financial Times, 2010.

KAMA, Ö., Uluslararası Sermaye Akımları ve Sermaye Kontrolleri Üzerine Bir Deneme, Yıldız Teknik Üniversitesi SBE İktisat Yüksek Lisans Tezi, 2003.

KAPLAN, E., RODRIK, D., Did The Malaysian Capital Controls Work?, National Bureau of Economic Research , No. 8142, 2001.

KAPLAN, E., RODRIK, D., Did Malaysan Capital Control Work?, Nber Working Paper, No. 8142, 2001

KAWAI, M., TAKAGI, S., Rethinking Capital Controls: The Malaysian Experience, PRI Discussion Paper Series, 2003.

KESKİN, N., Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri, Hacettepe Üniversitesi Sosyo Ekonomi Dergisi, 2009.

KORKMAZ, T., CEYLAN, A., Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Kitabevi Bursa, 2006.

KRUGMAN, P., Why Aren't We All Keynesian Yet?, <http://www.ituassu.com.br/keynes.pdf>, 1999.

LAPAVITZAS, C., Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, Çev: Tuncel Öncel, Yordam Kitapevi, 2009.

MAGUD, N., REINHART C.M., Capital Controls: An Evaluation, Nber Working Paper Series, N. 11973, 2006.

MONTIEL, P. J., Macroeconomics in Emerging Markets, Cambridge University Pres, 2003.

NISSANKE, M., Revenue Potential Of The Tobin Tax For Development Finance: A Critical Appraisal, School of Oriental and African Studies University of London, 2003.

ÖZÜERGİN, Ş., Gözlem Gazetesi, Tobin Vergisi Türkiye’de Uygulanabilir mi?, 2009.

URIBE, J.D., Capital Controls and Foreign Exchange Market İntervention in Colombia, BIS Paper No. 23, 2003.

PATOMAKI, H., The Tobin Tax and Global Civil Society Organisations: The Aftermath of the 2008-9 Financial Crisis, *Ritsumeikan Annual Review of International Studies*, No. 8, 2009.

PATOMAKI, H., The Tobin Tax: How to Make it Real, *FIIA Working Papers*, No. 13, 1999.

PALLEY, T., The Economic Case For The Tobin Tax, *Debating The Tobin Tax New Rules For Global Finance*, Washington DC, 2003.

POWELL, A., Basel II and Developing Countries: Sailing through the Sea of Standards, *Universidad Torcuato Di Tella*, 2004.

PICCIOTTO, S., Disembedding and Regulation : The Paradox of International Finance, 2009.

RESTI, A., SIRONI, A., What Future For Basel II?, *Centre for Applied Research in Finance*, Bocconi University, Milano, 2010.

REINHART, C., REINHART, V., Some Lessons for Policy Makers Who Deal With Mixed Blessing of Capital, *Manchester University Press*, 1998.

ROUBINI, N., Recent Macro Indicators Strongly Reinforce My Recession Call, *Nauriel Roubini's Blog*, 2006.

SALTOĞLU B., Basel 3 Piyasaları Neden Sevindirdi?, 2010, Erişim Tarihi : 20.12.2010

SARAÇOĞLU, F., ŞAHAN, Ö., Tobin Vergisi'nin Türkiye'de Uygulanabilirliği, *Sayıştay Dergisi*, Sayı 54 s.79,80, 2004.

STOTSKY, J., Why a Two-Tier Tax Will not Work, *Finance & Development* / June 1996, vol.33:2, syf. 28-29.

STIGLITZ, E.J., Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı, Çev.: A. Taşçıoğlu, D. Vural, *Plan B Yayınları*, İstanbul, 2002.

SORENSEN, P. B., JACOBSEN, H. J., *Introducing, Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill Education, 2005.

SMITH, J.G., (1997), *Exchange Rate Instability and Tobin Tax*, Cambridge Journal of Economics, 21:745-52, 1997.

SPAHN, P.B., *Tobin Tax And Exchange Rate Stability*, Finance and Development, June, 24-27, 1996.

SPAHN, P.B., *On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transactions*, Report, The Federal Ministry for Economic and Cooperation and Development, Bonn, February, 2002.

ŞAHİN. K., , *Milliyet Gazetesi*, 9 Şubat, 2009.

TAŞ, R., *AB'nin Yeni Mali Çerçevesi (2007-2013)*, Ankara Avrupa Çalışma Dergisi, C. 15 S.131-157, 2006.

TAYLOR, J.B., *Lessons Learned from the Implementation of Inflation Targeting*, Paper for 80th Anniversary of Bank of Mexico, 2005.

TSPAKB, *Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Döviz Piyasaları, Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, Sayı 92, 2010.

TCMB, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Askon Değerlendirme Toplantısı*, 2011.

TCMB, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Finansal İstikrar Raporu*, Sayı 11, Aralık 2010.

TOBIN, J., *World Finance and Economic Stability*, Edward Elgar, 1981.

TOBIN, J., "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, July-October, syf.153-159, 1978.

TOBIN, J., "Prologue" (ed. M.Haq, I.Kaul ve I.Grunberg) *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press:ix-1, 1996.



TOBIN,J., A Proposal For International Monetary Reform, Yale University, Reprinted from Eastern Economic Journal, No. 495, 1978.

TONVERONACHI, M., Implications of Basel II for the financial stability of developing countries, University of Siena, 2007.

YAYLA, M., TÜRKER K.Y., Basel II Ekonomik Yansımalar ve Geçiş Süreci, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ARD çalışma Raporları 2005/3, 2005.

YATES, N.A., ‘‘Revisiting The Tobin Tax, in The Context of Development and the Financial Crisis’’ ,The Law and Development Rewiev, No.1, 2009.

YAR, F., Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.

YAŞAR, E., Para Dergisi, sayı 109, 2007.

YELDAN, E., Sermaye Hareketlerinin İdaresi : Brezilya Dersleri, Cumhuriyet Gazetesi, 28.10.2009.

YELDAN, E., Avrupa’da Bir Hayalet Dolaşıyor, Ekonomi Politik, Cumhuriyet Gazetesi, 2008.

YELDAN, E., Merkez Bankası’nın Finansal İstikrar Tedbirleri, Cumhuriyet Gazetesi, 22.12.2010.

YILMAZ, C., Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından yararlanılması: Tobin Vergisi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Geleneksel Finans Sempozyumu, 2004.

YILMAZ, Ö., KIZILTAN, A., KAYA, V., İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı : 24, 2005.

WALHBERG, K., Progress on Global Taxes?, Global Policy Forum, 2005.

WOLFF, R., The Keynesian Revival: a Marxian Critique, Saving Global Capitalism: Interrogating Austerity & Working Class Responses to Crises, 2010.

### İNTERNET KAYNAKLARI

<http://www.adb.org/media/Articles/2010/13240-asian-capital-inflows/>, ADB Report, Emerging Asia Should Be Ready to Act on Potentially Destabilizing Capital Inflows , 2010, Erişim Tarihi : 13.04.2011

[http:// www.ahmetozmen.com.tr](http://www.ahmetozmen.com.tr), ÖZMEN, A., Erişim Tarihi: 02.02.2011

<http://www.bis.org/>, Bank for International Settlements, Erişim Tarihi: 20.06.2010

[http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/duyurular/basin\\_aciklamalari/6507bas%C4%B1n%20aciklama%20bcbs-1....pdf](http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/duyurular/basin_aciklamalari/6507bas%C4%B1n%20aciklama%20bcbs-1....pdf), BDDK, Basın Açıklaması, 2009, Erişim Tarihi: 22.06.2010

[http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum\\_Bilgileri/Yil\\_Donumu/8492bilgin\\_konusma.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yil_Donumu/8492bilgin_konusma.pdf), BDDK, “Geçmişten Geleceğe Türk Bankacılık Sektörü” Başlıklı Konferansta BDDK Başkanı Sayın Tevfik Bilgin’in Yaptığı Açılış Konuşması, 2010, Erişim Tarihi: 23.06.2010

<http://www.boryad.org/boryad/boryad-arastirmalar/tobin-vergisi.html>, BORYAD, Borsa Yatırımcıları Derneği, Tobin Vergisi’ mi Geliyor, 2010, Erişim Tarihi: 29.12.2010

[http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf) , Deparment Of Treasury, Erişim Tarihi: 13.05.2010

[http://www.dunya.com/imf-almanyenin-ciplak-aciga-satis-kararini-elistirdi\\_97816\\_haber.html](http://www.dunya.com/imf-almanyenin-ciplak-aciga-satis-kararini-elistirdi_97816_haber.html), Dünyagazetesi.com, Erişim Tarihi: 02.02.2011

<http://www.haber7.com/haber/20100602/Almanya-ciplak-aciga-satis-yasakliyor.php>, Haber7.com, Erişim Tarihi : 06.02.1020

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/POL021910A.htm>, Controls on Capital Part of the Policy Mix, Says IMF Staff, Erişim Tarihi : 13.04.2011

<http://www.kto.org.tr/dosya/rapor/brezilya.pdf>, KTO, Konya Ticaret Odası, Brezilya Federal Cumhuriyeti Ülke Raporu, 2008, Erişim Tarihi : 20.07.2010

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf), LAROSIERE, J., Report, The High Level Group On Financial Supervision in The EU, 2009.

<http://www.milliyet.com.tr/ab-den-almanya-nin-ciplak-aciga-satis-yasagina-destek/ekonomi/sondakika/19.05.2010/1240025/default.htm>, Milliyet.com, Erişim Tarihi : 19.05.2010

<http://www.finanstrend.com/yazar/1961/BASEL-III-piyasalar%C4%B1-neden-sevindirdi,TUAC,TheParametersofaFinancialTransactionTaxandTheOECDGlobalPublicGoodResourceGap,2010-2020,TuacSecretariatParis,2010.>

<http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2000/Resources/CH5--96-117.pdf>, World Bank, Global Development Finance, 2000, Erişim Tarihi: 03.01.2010

<http://www.scribd.com/doc/19944000/DO-WE-NEED-A-NEW-GLOBAL-FINANCIAL-ORDER>, YADAV, P., Need to Have a New Global Financial Currency and New Global Finacial Order, Erişim Tarihi : 05.11.2010

[www.tbb.org.tr](http://www.tbb.org.tr), Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik, Erişim Tarihi : 07.09.2010

[http://www.sap.com/turkey/about/company/papers/deniz\\_gokce/index67.epx](http://www.sap.com/turkey/about/company/papers/deniz_gokce/index67.epx), GÖKÇE, D., 2010, Erişim Tarihi : 12.11.2010

<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/politika/bahcecis/istikra3.pdf>, Devlet Planlama Teşkilatı, Seçilmiş Ülke Örnekleri, Erişim Tarihi : 03.08.2010

<http://tr.euronews.net/tag/imf/>, Euronews, 2011, Erişim Tarihi : 29.04.2011

<http://www.google.com.tr/#hl=tr&source=hp&biw=1280&bih=678&q=finansal+istikrar+kurulu&aq=3&aqi=g9&aql=f&oq=Finansal+is&fp=16b277c39645bb2a>, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, Erişim Tarihi: 30.04.2011.

[http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf), Department Of Treasury, Erişim Tarihi : 22.01.2011

<http://www.projectsyndicate.org/commentary/rodrik35/English>, RODRİK, D., The Tobin Tax Lives Again, 2009, Erişim Tarihi : 31.05.2011

**Ö Z G E Ç M İ Ş**

**Adı ve SOYADI** : Burkay KARADAĞ

**Doğum Tarihi ve Yeri** : 08.02.1985 / MALATYA

**Medeni Durumu** : Bekar

**Eğitim Durumu**

**Mezun Olduğu Lise** : Antalya Karatay Lisesi

**Lisans Diploması** : Eskişehir Osmangazi Üniversitesi / İşletme Bölümü

**Yabancı Dil / Diller** : İngilizce

**İş Denevimi**

**Çalıştığı Kurumlar** : T. C. Ziraat Bankası A.Ş.

**Adres** : Kazım Özalp Cad. No: 126 Merkez / ANTALYA

**E-mail** : burkaykaradag@gmail.com