



T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI
MALİ İKTİSAT BİLİM DALI

FINANSAL SERBESTLEŞME, KRİZ VE FINANSAL İŞLEM VERGİLERİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Semih ŞEN

BURSA - 2015

U.Ü. S.B.E.
MALİYE ANABİLİM DALI
MALİ İKTİSAT BİLİM DALI

FINANSAL SERBESTLEŞME, KRİZ
VE FINANSAL İŞLEM VERGİLERİ
(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Semih
ŞEN

BURSA
2015



**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI
MALİ İKTİSAT BİLİM DALI**

FİNANSAL SERBESTLEŞME, KRİZ VE FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Semih ŞEN

**Danışman:
Prof.Dr. Mircan Tokatlıoğlu**

BURSA - 2015

T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

..... Anabilim/Anasanat Dalı,
..... Bilim Dalı'nda 7012/2009 numaralı
.....'nın hazırladığı
" Finansal Serbestleşme, Kriz ve Finansal İstem Vergileri
" konulu (Yüksek Lisans/Doktora/Sanatta ~~Yeterlik~~
Tezi/Çalışması) ile ilgili tez savunma sınavı, 05/08/2015 günü 11:00 - 12:00 saatleri arasında
yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının
..... (başarılı/başarısız) olduğuna (oy birliği/oy çokluğu)
ile karar verilmiştir.



Prof. Dr. Mircan Tokatlıoğlu
Uludağ Üniversitesi

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu
Başkanı)

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Doç. Dr. Serpil AĞCAKAYA



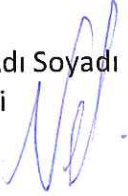
Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Doç. Dr. Nejm Akdeniz Akdeniz

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi



Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

...../...../ 20.....

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Semih ŞEN
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı : Maliye
Bilim Dalı : Mali İktisat
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : xii + 162
Mezuniyet Tarihi : / / 20.....
Tez Danışman(lar)ı : Prof.Dr. Mircan TOKATLIOĞLU

FİNANSAL SERBESTLEŞME, KRİZ VE FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ

Finansal serbestleşme politikaları, 1970’li yıllarda gelişmiş ülkelerde, 1980’li ve 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde hayata geçirilmiştir. Bu kapsamda ülkeler, finansal sistem üzerindeki kontrolleri kaldırmışlar, devletin rolünü en az düzeye indirerek sermayenin önündeki giriş ve çıkışları serbest hale getirmişlerdir. Söz konusu politikaların altında yatan en temel amaç, yatırımlar için ihtiyaç duyulan sermayeye daha düşük maliyetlerle erişmek olmuştur. Öte yandan, finansal serbestleşme politikalarını hayata geçiren ülkelerin büyük çoğunluğunun bir süre sonra kriz ve istikrarsızlıklarla karşı karşıya kalması finansal serbestleşmenin sorgulanmasına neden olmuştur.

Yaşanan bu kriz ve istikrarsızlıkların ardından finansal işlem vergileri bir önlem niteliğinde sıklıkla tartışılmıştır. Bazı ülkelerde bu vergilerin uygulandığı görülmektedir. Finansal işlem vergilerinin önce IMF ardından AB’nin gündemine gelmesinde küresel kriz etkili olmuştur. Finansal işlem vergileri, finansal araçların alım ve/veya satımına getirilen düşük oranlı, ad valorem esaslı bir vergi niteliğindedir. Verginin başlıca amaçları finansal piyasalardaki kısa vadeli spekülasyonun hacmini azaltmak ve bu yolla volatilitiyi düşürmek ve devlete gelir sağlamaktır. Bunun yanında küresel kamusal malların finansmanına katkı koymak ve vergilemede adaleti tesis etmek de diğer amaçlarıdır.

Türkiye açısından bakıldığında finansal işlem vergileri, finansal istikrarsızlıkların azaltılması ve kamu gelirlerinin artırılması amacıyla uygulamaya konabilecek yeni bir vergi önerisi niteliğinde görünmektedir.

Anahtar Sözcükler:

Finansal Serbestleşme, Finansal Kriz, Finansal İşlem Vergileri, Tobin Vergisi

ABSTRACT

Name and Surname : Semih ŞEN
University : Uludağ University
Institution : Social Science Institution
Field : Public Finance
Branch : Fiscal Economics
Degree Awarded : Master
Page Number : xii+162
Degree Date : / / 20.....
Supervisor (s) : Prof.Dr. Mircan TOKATLIOĞLU

FINANCIAL LIBERALIZATION, CRISIS AND FINANCIAL TRANSACTION TAXES

1970's in developed countries, 1980's and 1990's in developing countries adopted financial liberalization policies. In this context countries; ended controls on the financial system, reduced to minimum the role of the state, liberalized input and output in front of the capital. The underlying aim of these policies were able to Access to needed capital lower costs for investments. On the other hand, countries implementing their financial liberalization policies, generally, faced with crisis and unstabilities. This situation caused to arraignment of financial liberalization.

Following these crisis and instabilites, financial transaction taxes have been oftenly discussed as a measure. In some countries, it seems the implementation of these taxes. Global crisis has been effective coming to agenda these taxes firstly IMF and then in the European Union. Financial transaction taxes are taxes on purchase and/or sale of financial instruments. These taxes have generally small rate and advolarem basis. The main purposes of the tax in the financial markets reduce the volume of short-term speculative transactions and thereby decrease volatility and provide revenue to state. Besides that other objects, back up the financing of global public goods and contribute to taxation justice.

In terms of Turkey, financial transaction taxes can help reduction of financial instability and increase public income.

Key Words:

Financial Liberalization, Financial Crisis, Financial Transaction Tax, Tobin Tax

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER.....	v
KISALTMALAR.....	viii
TABLolar.....	x
ŞEKİLLER.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL VE TEORİK AÇIKLAMALAR

I. FİNANSAL SİSTEM.....	3
A. FİNANSAL SİSTEM VE UNSURLARI.....	3
B. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEVLERİ.....	6
C. FİNANSAL SİSTEM VE DEVLET MÜDAHALESİ.....	8
II. FİNANSAL SİSTEMİN SERBESTLEŞTİRİLMESİ VE KURAMSAL ARKA PLANI.....	11
A. FİNANSAL SİSTEMİN SERBESTLEŞTİRİLMESİ VE TÜRLERİ.....	11
B. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TARİHSEL KÖKENLERİ.....	14
C. FİNANSAL SERBESTLEŞMEYE İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR.....	17
1. McKinnon – Shaw Hipotezi.....	18
2. Yapısalcı Yaklaşım.....	23
3. Yeni Keynesyen Yaklaşım.....	24
4. Post-Keynesyen Yaklaşım.....	28
III. FİNANSAL SERBESTLEŞMEDEN FİNANSAL KÜRESELLEŞME AŞAMASINA GEÇİŞ VE FİNANSALLAŞMA.....	31
A. POLİTİK GELİŞMELER.....	31
B. YAPISAL UYUM VE İSTİKRAR PROGRAMLARI.....	32
C. TEKNOLOJİK İLERLEMELER.....	33
D. FİNANSAL YENİLİKLER.....	34
E. FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE FİNANSALLAŞMA.....	36
1. Finansal Küreselleşme.....	36
2. Finansallaşma.....	37

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ VE FİNANSAL SERBESTLEŞME İLE İLİŞKİSİ

I.	FİNANSAL KRİZ KAVRAMI VE TÜRLERİ	40
A.	FİNANSAL KRİZ KAVRAMI	40
B.	FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ	43
1.	Para Krizleri	43
2.	Banka Krizleri	44
3.	Borç Krizleri	45
4.	Sistemik Finansal Krizler	46
C.	FİNANSAL KRİZ MODELLERİ	46
1.	Birinci Nesil Kriz Modelleri	47
2.	İkinci Nesil Kriz Modelleri	48
3.	Üçüncü Nesil Kriz Modelleri	50
II.	FİNANSAL KRİZLERE İLİŞKİN KURAMSAL YAKLAŞIMLAR	52
A.	PARASALCI YAKŞALIM	52
B.	EKLEKTİK YAKLAŞIM	53
C.	ASİMETRİK BİLGİ YAKLAŞIMI	54
D.	DİĞER YAKLAŞIMLAR	55
III.	FİNANSAL KRİZLERİN, FİNANSAL SERBESTLEŞME İLE İLİŞKİSİ	56

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERE BİR ÖNLEM OLARAK FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ VE ÜLKE UYGULAMALARI

I.	SERMAYE KONTROLLERİ VE FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ	63
A.	SERMAYE KONTROLLERİ	63
1.	Doğrudan Kontroller	65
2.	Dolaylı Kontroller	66
B.	SERMAYE KONTROL TÜRÜ OLARAK FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ	68
1.	Finansal İşlem Vergileri İle İlgili Kavramsal Açıklamalar	68
2.	Finansal İşlem Vergilerinin Amaçları	71
a.	Spekülatif İşlem Hacmini ve Volatilitiyi Azaltmak	72
b.	Devlete Gelir Sağlamak	82
c.	Küresel Kamusal Malların Finansmanına Kaynak Sağlamak	89
d.	Vergilemede Adalet İlkesinin Sağlanması	90

II.	KURAMSAL OLARAK FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ	91
A.	ÇEŞİTLİ FİNANSAL İŞLEM VERGİSİ ÖNERİLERİ.....	91
1.	Tobin Vergisi.....	91
2.	Spahn Vergisi.....	94
3.	Eichengreen ve Wyplosz Vergisi.....	96
4.	Genel Finansal İşlem Vergisi.....	96
5.	IMF'nin Önerdiği Vergiler.....	98
a.	Finansal İstikrara Katkı Vergisi.....	99
b.	Finansal Faaliyet Vergisi.....	100
B.	FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİNE YÖNELİK ELEŞTİRİLER	101
III.	UYGULAMADA FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ	104
A.	AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ	106
1.	Birleşik Krallık	106
2.	İsveç.....	108
3.	Belçika.....	110
4.	Avrupa Birliği'nde Finansal İşlem Vergisi	110
a.	Avrupa Komisyonu'nun Finansal İşlem Vergisi Önerisi.....	112
b.	Önerilen Verginin Olası Ekonomik ve Mali Etkileri	113
B.	DİĞER ÜLKE UYGULAMALARI	117
1.	Brezilya.....	117
2.	Şili	119
3.	Malezya.....	120
4.	Tayvan.....	121
IV.	TÜRKİYE'DE FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ	122
A.	TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ VE FİNANSAL KRİZLER	123
B.	TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEME YÖNELİK VERGİLER	129
C.	TÜRKİYE'DE FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ	130
SONUÇ.....		134
KAYNAKÇA.....		138
ÖZGEÇMİŞ		162

KISALTMALAR

Kısaltmalar	Bibliyografik Bilgi
a.g.e.	Adı Geçen Eser
a.g.m.	Adı Geçen Makale
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AK	Avrupa Komisyonu
b.	Baskı
Bist	Borsa İstanbul
BM	Birleşmiş Milletler
BSMV	Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
C.	Cilt
Çev.	Çeviren
Ed.	Editör
Et. Al	İngilizce Çalışmalarda Ve Diğerleri
FİV	Finansal İşlem Vergileri
FFV	Finansal Faaliyet Vergisi
FTT	Financial Transaction Taxes
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
GFİV	Genel Finansal İşlem Vergisi
KDV	Katma Değer Vergisi
KKDF	Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
p.	Page
s.	Sayfa
S.	Sayı
ss.	Sayfadan Sayfaya
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TDK	Türk Dil Kurumu

Vd.	Ve Diğerleri
Vb.	Ve Benzeri
Vol.	Volume



TABLolar

Tablo 1: 1977-1987 Arası ABD’de Banka İflasları.....	59
Tablo 2: İkiz Krizlerin Tarihi ve Finansal Serbestleşme.....	60
Tablo 3: Dünya Genelinde Bir FİV Uygulanması Durumunda İşlem Hacminde Meydana Gelecek Azalma (%).....	76
Tablo 4: Bazı OECD Ülkelerindeki Kurumlar Vergisi Oranları (%) (1981-2014).....	84
Tablo 5: Bazı OECD Ülkelerinde En Üst Gelir Dilimine Uygulanan Gelir Vergisi Oranları (%) (1980-2013).....	85
Tablo 6: Finansal İşlem Vergisi Üzerine Gelir Tahminleri.....	87
Tablo 7: Bölgesel ve Küresel Düzeyde Beklenen GFİV Gelirleri.....	98
Tablo 8: Seçilmiş Bazı Ülkelerde Finansal İşlem Vergileri.....	105
Tablo 9: Tayvan’ın FİV Gelirleri (2001-2010).....	122
Tablo 10: Türkiye Ekonomisine İlişkin Bazı Göstergeler.....	126

ŞEKİLLER

Şekil 1: Bankanın Geri Dönüş Beklentisi ve Faiz Oranı İlişkisi.....	27
Şekil 2: Dünya Ticareti ve Toplam Döviz İşlemleri (1986-2006).....	72
Şekil 3: Dünya Ekonomisinde Finansal İşlemler (1990-2012).....	73
Şekil 4: Finansal İşlemlerin Bölgesel Dağılımı (1992-2013).....	74
Şekil 5: Almanya, Birleşik Krallık ve ABD Hisse Senetleri Fiyatlarındaki Dalgalanmalar (1994-2010).....	77
Şekil 6: Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımlarının Dağılımı (1989-2011) (Milyon Dolar)..	124
Şekil 7: Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarındaki Dalgalanmalar.....	127

GİRİŞ

Dünya ekonomisinde 1970'li yıllar yeni bir küreselleşme türüne tanık olmuştur. Bretton Woods sisteminin sona ermesinin ardından ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Almanya, İngiltere gibi gelişmiş ülkeler o tarihe kadar yaygın biçimde uygulanan finansal sermayenin önündeki engelleri aşamalı biçimde kaldırmışlardır. 1980'li ve 1990'lı yıllarda ise bu ülkeleri geliştirmekte olan ülkeler takip etmiştir.

Genel olarak geliştirmekte olan ülkelerin ortak özelliği, ulusal tasarruf oranlarının düşüklüğü ve döviz kaynaklarının kıtlığıdır. İşte finansal serbestleşme politikalarının hayata geçirilmesinin ardındaki temel hedef yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonların düşük maliyetle teminini sağlamak, döviz cinsinden mevduatların arttırılması ve tasarruf oranlarının yükseltilmesi olmuştur.

Finansal serbestleşme politikalarını hayata geçiren ülkeler çoğunlukla hedeflendiği gibi sermaye girişleriyle karşılaşmışlardır. Ancak söz konusu sermaye girişlerinin yapısı genellikle kısa vadeli spekülasyon nitelikli yatırımlar şeklinde olmuştur. Bu ülkelerin yaşadıkları en ufak bir politik ve ekonomik istikrarsızlık yoğun sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Genellikle finansal serbestleşme politikalarını uygulamaya başlayan ülkeler birkaç yıl geçmeden krizlerle karşı karşıya kalmışlardır.

Yaşanan finansal krizler, finansal serbestleşme politikalarının sorgulanmasına neden olmuşsa da neoklasik iktisat kuramınca bu durum, geliştirmekte olan ülkelere ortaya çıktığı için söz konusu ülkelerin zayıf makroekonomik verilerine ve kötü yönetim tarzına bağlanmıştır. Ancak 2008 yılında ABD'de başlayan ve ardından tüm dünyayı etkisi altına alarak küresel bir krize dönüşen finans krizi ve akabinde Avrupa borç krizi söylemin değişmesine neden olmuştur. Zira her iki kriz de dünyanın en gelişmiş ekonomilerinde ortaya çıkmıştır.

Finansal serbestleşme politikalarının kriz ve istikrarsızlık yaratma potansiyeli karşısında çeşitli sermaye kontrol yöntemleri önerilmiş olmasına rağmen en yaygın şekilde tartışılanı, Tobin vergisi, Spahn vergisi ve menkul kıymet işlem vergisi gibi isimlerle anılan finansal işlem vergileri (FİV) olmuştur.

FİV'in temel hedefi, yüksek sıklıkta gerçekleşen işlem miktarını azaltmak, kısa vadeli spekülasyon yatırımları uzun vadeli yatırımlara dönüştürerek finansal ve makro ekonomik

istikrarı temin etmektir. Ayrıca söz konusu bu vergiler, özellikle finansal işlemlerin günümüzde ulaştığı hacim düşünüldüğünde önemli bir gelir potansiyeli barındırmaktadır.

Üç bölümden oluşan çalışmada, finansal serbestleşmenin finansal krizler üzerindeki etkileri ele alınmış ve bir politika önlemi olarak FİV incelenmiştir. Bu kapsamda birinci bölümde, finansal sistem hakkında açıklayıcı bilgilerin ardından, finansal serbestleşme ele alınmıştır.

Finansal serbestleşme politikalarını hayata geçirilmesinin ardından çoğunlukla finansal krizlerle karşılaşması, bu politikaların yoğun şekilde eleştirilmesine neden olmuştur. İkinci bölümde finansal krizlere ilişkin kavramsal açıklamaların ardından finansal serbestleşme ile finansal krizler arasındaki ilişki irdelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde FİV'e ilişkin açıklayıcı bilgiler verilmiş, amaçları vurugulanmış ve bu bağlamda başta Tobin vergisi olmak üzere, teoride tartışılan diğer vergiler ve bu vergilere yöneltilen eleştirilere değinilmiştir. Daha sonra bazı başarılı ve başarısız FİV uygulamalarına incelenmiş, ardından bu uygulamalardan elde edilen tecrübeler ışığında, Türkiye ekonomisinin mevcut durum ve makroekonomik göstergeleri de dikkate alınarak bir değerlendirmede bulunulmuştur.

Sonuç bölümünde ise, çalışmanın bu aşamasına kadar elde edilen bulguların genel bir değerlendirmesi yapılmış ve ulaşılan sonuçlar doğrultusunda birtakım öneriler getirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL VE TEORİK AÇIKLAMALAR

Birinci bölümün ilk başlığında finansal sisteme ilişkin genel açıklamalar yapılacak ve ardından finansal sistemin serbestleştirilmesi konusu ele alınacaktır. Finansal sistemin serbestleştirilmesi kavramına değindikten sonra, 1970’li yıllardan itibaren uygulanmaya başlanan finansal serbestleşme politikalarının tarihsel kökenleri irdelenecek ve finansal serbestleşme konusundaki teorik yaklaşımlar açıklanacaktır. Son olarak finansal serbestleşme sürecinin finansal küreselleşmeye ve ekonomilerin finansallaşmasına nasıl dönüştüğü ve bu dönüşümde hangi faktörlerin etkili olduğu incelenecektir.

I. FİNANSAL SİSTEM

Bu başlıkta, finansal sistem ve işlevlerine ilişkin bilgi verildikten sonra finansal sistem ve devlet ilişkisine değinilecektir.

A. FİNANSAL SİSTEM VE UNSURLARI

Kazançlı yatırım fırsatları için gerek duyulan kaynağın yaratılması, ekonomik faaliyetlerin oldukça köklü bir sorundur. Bir yanda yatırımlar için gereken bilgi ve tecrübeye sahip, ancak gerekli fona sahip olmayanlar, diğer yanda ise elinde fon fazlası olanlar ancak yatırım için gerekli bilgi, tecrübe ya da sağlık gibi nitelikleri taşımayan bireyler vardır. Bu durumda “ekonomide etkinlik nasıl sağlanacaktır?” sorusuna verilecek cevap finansal sistemin en önemli varlık sebebini açıklamaktadır.

Finansal sistem, en basit tanımıyla, finansal varlıkların alınıp satıldığı yer ya da sistemin adıdır. Bir ekonomide, finansal sistemin en temel görevi kaynak transferini sağlamaktır. Yani finansal sistem, finansal fonların, fon fazlası olanlardan fon açığı olanlara doğru el değiştirmesini sağlar¹. Finansal fonların el değiştirmesi sırasında birileri borç verirken birileri de borç almaktadır. Fon fazlası olanlar diğer bir deyişle, borç verenler tahvil,

¹ Charles N. Henning - William Pigott - Robert Haney Scott, **Financial Markets and The Economy**, Prentice-Hall, New Jersey, 1975, pp.2-4.

bono, hisse senedi gibi menkul kıymetlerin alıcıları, fon ihtiyacı olanlar ise finansal varlıkların satıcılarıdır². Fonların bu şekilde el değiştirmesi verimli yatırımlar için gerekli kaynağın yaratılmasını sağlamaktadır. Bunun yanında finansal piyasalar, tek başına yararlı olmayan küçük tasarrufların, menkul kıymetlere yatırılarak büyük yatırımlara dönüşmesine ve yurt içi tasarruf açığının kapatılmasına da yardımcı olur³. Özetle finansal sistemler, bir ekonominin hem can damarını, hem de sinir sistemini oluşturmaktadır⁴.

Finansal sistemde fonların el değiştirmesine fon akış süreci adı verilmektedir⁵. Finansal sistemin içerisinde fon akışı iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar doğrudan finansman ve dolaylı finansmandır. Doğrudan finansmanda alıcılar ve satıcılar işlemlerini hiçbir aracı kullanmadan, doğrudan fon fazlası olanlardan gerçekleştirmektedirler⁶. Dolaylı finansmanda ise; fona ihtiyacı olanlar, ihtiyaç duydukları fonu, doğrudan fon fazlası olanlardan almak yerine finansal aracılara adı verilen, finansal kurumlardan almayı tercih etmektedirler⁷.

Bir finansal sistemde finansman şekillerinden hangisinin daha yoğun kullanıldığı, ülkeden ülkeye farklılaşabileceği gibi, zaman içinde de değişebilmektedir. Çünkü yasal ve kamusal düzenlemeler, vergi politikaları, mali piyasaların gelişmişlik düzeyleri ve ekonomik yapı kullanılan finansman türünü etkilemektedir⁸.

Finansal piyasalarda sınıflandırma; birincil ve ikincil piyasalar, para ve sermaye piyasaları, borsa ve tezgâh üstü piyasalar ve spot ve türev piyasalar şeklinde, dört farklı kategoriye ayrılmaktadır.

Birincil ve ikincil piyasalar ayrımı şu temele dayanır: Firmalar tarafından ilk kez çıkarılan menkul kıymetlerin ihraç edildiği piyasalar söz konusu ise buna birincil piyasa, daha önce çıkarılmış, var olan menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalara ise ikincil piyasa adı verilir⁹.

² Nilgün Çağlarımak Uslu, "Para ve Finansal Sistem", **Para ve Banka**, Ed. Nilgün Çağlarımak - Bilge Kağan Özdemir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2012, s.10.

³ Muharrem Karlı, **Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler**, Beta Basım Yayım, İstanbul, 1989, s.20.

⁴ Famil Şamiloğlu, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2002, s.181.

⁵ K. Batu Tunay, **Finansal Sistem: Yapısı, İşleyişi, Yönetimi ve Ekonomisi**, Birsen Yayınevi, İstanbul, 2005, s.54.

⁶ Ekrem Erdem, **Para, Banka ve Finansal Sistem**, 5.b., Detay Yayıncılık, Ankara, 2013, s.48.

⁷ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2000, s.65.

⁸ Alp, a.g.e, s.65.

⁹ Mehmet Günel, **Para, Banka ve Finansal Sistem**, Yeni Dönem Yayınları, İstanbul, 2010, s.21.

Para ve sermaye piyasası sınıflandırmasında; para piyasası bir yıl veya daha kısa vadeli menkul kıymetler ve kredilerin alınıp satıldığı piyasayı ifade eder¹⁰. Bu piyasada işlem gören finansal varlıkların likiditesi çok yüksektir ve istenildiği anda paraya çevrilebilmektedir. Bu tür piyasalara para piyasası denmesinin bir nedeni de budur¹¹. Orta ve uzun vadeli finansal araçların alınıp satıldığı piyasalara ise sermaye piyasası denmektedir¹².

Organize (borsa) ve tezgâh üstü (over-the-counter markets) piyasalar sınıflandırması, ikincil piyasaların nasıl örgütlendiğiyle alakalıdır¹³. Borsalar, merkezi bir yerde, belirli bir mekânda menkul değer alıcıları ve satıcılarının karşılaştığı organize olmuş piyasalardır¹⁴. Tezgâh üstü piyasalar ise bir diğer örgütlenme biçimidir. Bu örgütlenme şeklinde ellerinde menkul kıymet stoku bulunan farklı mekânlardaki dealerların kendilerine gelen ve önerdikleri fiyatları kabul eden alıcı ve satıcılarla menkul kıymet alıp satmaları söz konusudur¹⁵.

Bu son sınıflandırma ise, finansal piyasaların değişim işlerinin vadesine göre spot piyasalar ve türev piyasalar şeklinde ifade edilmesidir. Spot piyasalar, değişim işlemi yapılan finansal varlığın hemen teslim edildiği ve ödemesinin de hemen gerçekleştiği piyasalardır.

Türev piyasalar ise, önceden uzlaşılan bir fiyattan mübadelenin ve ödemenin daha sonraki bir tarihte yapıldığı piyasalardır. Burada amaç, gelecekteki finansal araçların fiyatında oluşabilecek dalgalanmaların riskini asgari düzeye çekmektir. Türev piyasalarda işlemler belirli sözleşmeler kapsamında gerçekleştirilir¹⁶. Bu sözleşmeler; finansal futures, opsiyonlar ve swaplar şeklinde gerçekleşir. Futures standart miktar ve kalitede bir varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte teslim etme veya almaya ilişkin yasal bir sözleşmedir. Futures kontratların dayandığı ya da yazıldığı varlık fiziksel bir mal olabileceği gibi finansal bir ürün ya da gösterge olabilir. İlk halde mal-emptia futures, ikinci halde ise finansal futures kontratlardan söz edilmektedir¹⁷.

Opsiyon kontratı belirli miktardaki bir varlığı, belirli bir fiyattan, gelecekte belirli bir tarihte veya bu tarihten önce satın alma ya da satma hakkıdır. Söz konusu hak yalnızca kontratın alıcısına tanınmıştır. Opsiyonu yazan ya da satan ise koşullu bir yükümlülük

¹⁰ İlker Parasız, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, 7.b., Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000, s.82.

¹¹ Henning - Pigott - Scott, a.g.e., p.2.

¹² Peter S. Rose, **Money and Capital Markets**, Business Publications, Texas, 1983, pp.11-12.

¹³ Uslu, a.g.m., s.18.

¹⁴ Parasız, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, s.81.

¹⁵ Frederic S. Mishkin, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Çev. İlyas Şıklar - Ahmet Çakmak - Suat Yavuz, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 2000, s.24.

¹⁶ Erdem, a.g.e., s.58.

¹⁷ İhsan Ersan, **Finansal Türevler**, 2.b., Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1998, s.7.

altındadır. Opsiyonun uygulanması durumunda satıcı satmak, alıcı ise satın almak durumundadır¹⁸.

Swap sözcük anlamı olarak değiştirmek, takas yapmak manalarına gelmektedir. Swaplar; İki tarafın belirli bir zaman dilimi içinde, bir varlık ya da yükümlülüğe bağlı olan farklı faiz ödemelerini veya döviz cinsini karşılıklı olarak değiştirdikleri takas sözleşmeleri şeklinde özetlenebilir¹⁹.

Finansal araçlar, yaygın şekilde para piyasası araçları ve sermaye piyasası araçları olmak üzere iki şekilde sınıflandırılmaktadır. Daha önce ifade edildiği üzere, para piyasası bir yıl ya da daha kısa vadeli finansal araçların bulunduğu piyasayı tanımlamaktadır. Bu piyasanın araçları; hazine bonosu, banka kabulü, repo (geri satın alım anlaşmaları), finansman bonoları, eurodolarlar, ciro edilebilir mevduat sertifikaları ve menkul kıymetleştirme ve varlığa dayalı menkul kıymetlerdir.

Sermaye piyasası araçları ise, yine daha önce ifade edildiği üzere, bir yıldan daha uzun vadeli finansal araçlardır. Başlıca önemli sermaye piyasası araçları, hisse senetleri, tahviller, Euro-tahviller (Eurobond) ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdir.

B. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEVLERİ

Finansal kurumların en önemli varlık sebebi, finansal piyasaların bu araçlar olmaksızın düzgün çalışmıyor olmasıdır. Bu sebeple gerçek hayatta doğrudan finansman çok tercih edilen bir yöntem değildir. Çünkü firmaların, fon fazlası olanlara ulaşmasının, finansal bilgi edinebilmesinin, piyasa araştırması yapmasının ve finansal işlemlerin bir maliyeti vardır. Bu maliyetler bu kurumların varlığını zorunlu kılmaktadır²⁰. Hisse senedi alım satımı, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı gibi ikincil piyasa işlemlerinde de araçlar önemli rol oynamaktadırlar. Ayrıca insan hayatına ilişkin riskler ve ekonomik zarar olasılıklarına karşı

¹⁸ Ersan, a.g.e., s.94.

¹⁹ Ian A. Cooper - Antonio S. Mello, "The Default Risk of Swaps", **The Journal of Finance**, Vol.46, No.2, 1991, p.597.

²⁰ George G. Kaufman, **Money, The Financial System and the Economy**, 2.b., Rand McNally College Publishing, Chicago, 1979, p.53.

da; sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi özel finansal araçlar görev yapmaktadır²¹. Özetle, finansal araçlar sağlıklı işleyen bir finansal sistemin bel kemiğini oluşturmaktadır.

Finansal sistemin, fon fazlası olanlarla fon gereksinimi olanları buluşturmak dışında, birey, firma ve devlet açısından ekonomide başka işlevleri de vardır. Bu işlevler; riskin dağıtılması, likiditenin sağlanması ve bilginin aktarılmasıdır. Riskin dağıtılması, var olan riskin asgari düzeyde tutulması anlamındadır. Bunun en yaygın yolu ise, finansal çeşitlendirmeye gitmektir. Finansal çeşitlendirme, halk dilinde tüm yumurtaların aynı sepete konulmaması olarak da adlandırılır. Finansal varlıkların çeşitlendirilmesi, riskin azaltılmasında, gelirin daha iyi kombine edilip güvence altına alınmasında ve likidite yaratılmasında oldukça yararlı bir yöntemdir²². Bu nedenle yatırımcılar, portföylerini mümkün olduğu kadar geniş tutmak isterler. Böylelikle bir menkul kıymet türünde yaşanan kayıp, başka bir menkul kıymetin değerinde yaşanan artışla telafi edilebilir. Ancak bu durumun bir sakıncası, çeşitlendirmeye gidilmesi halinde, kayıpların azalmasının yanında getiri oranında da bir azalma olacak olmasıdır. Yani riskin dağıtılmasının maliyeti, getiri miktarının azalması olmaktadır²³.

Finansal sistemin başka bir işlevi de sistem içinde yer alan alternatif finansal varlıklara çok düşük maliyetlerle, yüksek bir likidite sunmasıdır²⁴. Likidite, aktif bir değer en çabuk şekilde paraya dönüştürülme işlemini açıklar. Bu işlem dolay aktif değer kıymetinde önemli bir düşüş ortaya çıkar. Genelde aktiflerin likidite dereceleri farklılıklar göstermektedir. Örneğin fiziksel varlıklar likit değilken, finansal varlıklar daha likittirler. Eğer bir ekonomide gelişmiş bir finansal sistem söz konusu ise likidite oldukça yüksektir²⁵.

Yatırımcılar tarafından hem yatırım yapmak, hem de mal ve hizmet satın almak için istedikleri anda paraya çevirebilecekleri finansal varlıklara sahip olmak oldukça önemlidir. Likit varlıklara sahip olmak, yatırımcının anında sahip olması gereken önemli ve karlı yatırım olanaklarının kaçırılmamasını sağlamaktadır. Hisse senedi, bono, çek, tahvil gibi finansal varlıklar, finansal olmayan varlıklara kıyasla daha likittirler. Finansal sistem, yatırımcılarına işte bu likit seçeneklere yatırım yapma fırsatını tanıır²⁶.

²¹ Tunay, a.g.e., s.54.

²² Lester V. Chandler, **The Monetary-Financial System**, The Maple Press Company, New York, 1979, p.113.

²³ Erdem, a.g.e., s. 50.

²⁴ Gülsün Gürkan Yay, **Para ve Finans**, Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2012, s.19.

²⁵ Ufuk Başoğlu - Nalan Ölmezogulları - İlker Parasız, **Dünya Ekonomisi**, 2.b., Ezgi Kitabevi, Bursa, 2001, s.22.

²⁶ Uslu, a.g.e., s.12.

Üçüncü işlev bilginin aktarılmasıdır. Bilginin aktarılması, fon fazlası olanların, fon ihtiyacı olanlar hakkında bilgi sahibi olmasıdır. Finansal sistemde ve piyasalarda aktif fiyatların belirlenmesi, fon fazlası olanlara bilgi aktarılmasını sağlamakta ve gelecekteki fiyat hareketleri hakkında öngörü oluşturmaktadır²⁷. Finansal sistem pahalı bilgi edinebilme ihtiyacını ortadan kaldırır ve böylelikle menkul kıymetlerin elden ele dolaştırılmasını kolaylaştırır. Bu şekilde bilginin aktarılması, ekonomik istikrar açısından önemli olmakla beraber, finansal sistemin en temel işlevlerinden biridir²⁸.

C. FİNANSAL SİSTEM VE DEVLET MÜDAHALESİ

Devletin finansal sistemle ilişkisi iki açıdan ele alınabilir. Birincisi, devletin finansal sisteme yönelik müdahaleleridir. İkincisi ise, devletin kaynak ihtiyacıyla finansal sistemden yararlanmasıdır. Bu başlıkta birincisi üzerinde durulacaktır. Buna göre devlet, piyasa başarısızlıkları kapsamında finansal sistemde; finansal kurum yaratma, tüketicinin korunması, makroekonomik istikrarın sağlanması, kaynak tahsisinin iyileştirilmesi, kredilerin yönlendirilmesi, rekabetin geliştirilmesini içeren aktif bir role sahiptir²⁹. Bu doğrultuda getirilen kuralların belirlenmesine regülasyon, kurallara uyulup uyulmadığının kontrolüne izleme (monitoring) ve genel olarak finansal kurumların kontrolüne ise gözetim-denetim (supervision) adı verilmektedir³⁰. Çalışmanın üçüncü bölümünde ele alınacak olan finansal işlem vergileri burada sözü edilen regülasyon niteliğinde bir araçtır.

Devletin finans piyasalarına müdahalesi piyasaların kendi haline bırakıldıklarında etkinsiz olmalarından ileri gelmektedir. Bu kapsamda, karşılaşılan asimetrik bilgi ve dışsallık gibi problemler müdahalelerin de gerekçelerini oluşturmaktadır.

Asimetrik bilgi:

Piyasada işlem yapan taraflardan birinin söz konusu işlem hakkında diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Buna göre borç talep edenlerin bilinmeyen özellikleri veya borç aldıktan sonraki davranışları borcun geri ödenebilme

²⁷ Yay, a.g.e., s.20.

²⁸ İlker Parasız, **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, 2.b., Ezgi Kitabevi, Bursa, 2012, s.6.

²⁹ Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2.b., Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997, ss.26-27.

³⁰ Turan Yay - Gülsün Gürkan Yay - Ensar Yılmaz, "Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve Türkiye", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, S.30, Mart 2004, s.4.

olasılığını negatif yönde etkileyebileceğinden, finansal piyasalardaki asimetrik bilgi bir etkinsizlik kaynağıdır³¹ ve ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına yol açar. Söz konusu sorunlar finansal sistemin ekonomik büyüme ve kalkınmadaki rolünü ortadan kaldırır³².

Ters seçim; işlem gerçekleşmeden önce ortaya çıkan asimetrik bir bilgi sorunudur. Potansiyel olarak riskli kredi müşterileri, aynı zamanda piyasada en yoğun şekilde borç arayanlardır. Yani istenmeyen sonucu doğurabilme olasılığı en fazla olan taraf işlemi gerçekleştirme konusunda isteklidir. Örneğin büyük risk alıcılar borç alma konusunda en istekli olanlardır çünkü, zaten bu borcu geri ödemeyeceklerdir. Ters seçim, riskli kredi müşterisine borç verme ihtimalini arttırdığı için, borç verenler iyi kredi müşterilerine de borç vermek istemeyeceklerdir³³.

Bankalar ve diğer finansal kuruluşların, yüksek riskli kredi müşterileri ile düşük riskli kredi müşterilerini birbirinden ayırt edebilmesi için kredi müşterilerinin kredi geçmişlerini birbirleriyle paylaşabileceği bir düzenleme gerçekleştirilebilir. Böylece kredi müşterilerinin geçmişteki geri ödemeleri hakkında bilgi sahibi olunabilir. Bu şekilde ters seçim probleminde de bir azalma sağlanabilir³⁴.

Ahlaki tehlike ise; borçluların kredi verenlerin bilgisi dışında ve aralarındaki anlaşmaya aykırı olarak fonları yasa dışı veya yüksek ölçüde riskli alanlara yatırmaları ve sonuçta borcun kredi verene hiç geri dönmeme riskidir. Kredi piyasasında borç alanların borcu alırken yapmış oldukları anlaşmalara uygun olmayacak şekilde fonları farklı yatırım araçlarına yönlendirmesi bu riskin başlıca sebebidir. Ancak ters seçimden farkı, ahlaki tehlikenin fon alış verişinden sonra gerçekleşmesidir³⁵. Finansal piyasalarda ahlaki tehlike sorunuyla³⁶:

- Hükümetlerin iç ve dış piyasalardan borçlanmasında veya Uluslar Arası Para Fonu (IMF) ile borç yapılandırma ilişkilerinde,
- Sigortacılık sektöründe,

³¹ Hans Van Ees - Harry Garretsen, "Financial Markets and the Complementarity of Asymmetric Information and Fundamental Uncertainty, *Jornal of Post Keynesian Economics*, Vol.16, No.1, 1993, p.38.

³² Thomas Barnebeck Andersen and Finn Trap, "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LDCs", *Journal of International Development*, Vo.15, No.2, 2003, p.193.

³³ Mishkin, *Finan Piyasalar ve Kurumlar*, s.188.

³⁴ Hasan Alp Özel, *Türkiye Ekonomisinde Ticari ve Finansal Serbestleşme: Teori ve Politika*, Kriter Yayınevi, İstanbul, 2012, s.122.

³⁵ Tunay, a.g.e., s.164.

³⁶ Erdem, a.g.e, s.101.

- Bankacılık sektöründe, hem fon toplarken hem de fon kullanılırken,
- Firma yatırımlarının finansman yöntemine göre, hisse senedi ile finansman veya borçla finansmanda ahlaki tehlike olarak karşılaşılmaktadır.

Görüldüğü üzere ters seçim ve ahlaki tehlike sorunuyla yalnızca finansal kuruluşlar değil, aynı zamanda mevduat sahipleri için de geçerlidir. Bankalar mevduat sahiplerinden borç aldıkları için borçlu kabul edilirler. Piyasalarda yeterli denetim mekanizması oluşturulmadığı zaman bankalarda aşırı risk üstlenebilirler. Bununla birlikte bazı ülkelerde banka mevduatlarına kamu tarafından açık veya örtülü şekilde mevduat sigortası uygulanır. Ancak bu durum da ahlaki tehlike yaratmaktadır. Çünkü bankalar tarafından üstlenilen başarısız olmuş aşırı riskli projelerin bedelini sıradan vergi mükellefi vatandaşlar öder. Bu şartlar altında bankalar kamudan adaletsiz bir şekilde hak elde etmiş olurlar. Buna göre bankaların projeleri başarılı olursa banka büyük miktarda kar elde etmiş olmaktadır. Ancak proje başarısız olursa kamunun sunduğu kurtarma paketi nedeniyle maliyet tüm topluma yayılmaktadır³⁷. Finansal piyasalarda asimetrik bilginin yol açtığı ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının önlenmesi noktasında, kamu tarafından uygun düzenleme ve izleme mekanizmalarının oluşturulması, bunun yanında finansal kuruluşlar arasında bilgi paylaşımını sağlayacak bir kanal yaratılması önem arz etmektedir.

Dışsallıklar:

Finansal piyasaların ekonomi için bir ödeme sistemi işlevi gördüğü, finansal aracı kurumların ise, fon arz edenlerle fon talep edenler arasında anahtar bir rol oynadığı düşüncesinden hareketle, finansal sektörde yaşanacak bir problemin ekonominin geneli için tehlike yaratabileceğini ifade eder. Finans piyasasındaki aktörlerin kararları diğer aktörleri de hızlı bir şekilde etkiler. Ortaya çıkan bir güven kaybı, finansal aktiflerin değer yitirmesine, kendi kendini besleyen bir paniğin doğmasına ve daha çok satışlar ile aktiflerin yeniden değer yitirmesine yol açabilir. Kriz dönemlerinde çok daha şiddetli olan bu etki regülasyon otoritelerinin dikkate alması gereken bir durumdur. Bu nedenle önleyici ve koruyucu tedbirlere başvurulur. Sermaye yeterlilik oranları şeffaf, doğru ve zamanında bilgi yayımlayan önleyici regülasyon tedbirleri, aracı finansal kurumların finansal riskle karşılaşma olasılıklarını asgari düzeyde tutarak, ödeme güçlüğü gibi sorunlarla karşılaşmasını amaçlayan kriz öncesi tedbirleri içerir. Son başvuru mercii, mevduat sigortası gibi koruyucu önlemler ise,

³⁷ Philip Arestis - Panicas Demetriades, "Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries", *Eastern Economic Journal*, Vol.25, No.4, 1999, p.444.

kriz sonrasında mevduat sahiplerinin haklarını ve finansal sistemin istikrarını korumayı amaçlar³⁸.

II. FİNANSAL SİSTEMİN SERBESTLEŞTİRİLMESİ VE KURAMSAL ARKA PLANI

Bu başlıkta önce finansal serbestleşme kavramı ve türleri açıklanacak, ardından finansal serbestleşmenin tarihsel kökeni ve teorik çerçevesi ortaya konulacaktır.

A. FİNANSAL SİSTEMİN SERBESTLEŞTİRİLMESİ VE TÜRLERİ

1970’li yılların başından itibaren gündeme gelen ekonomik serbestleşme süreci, ticaretin serbestleşmesi ve finansal serbestleşme olmak üzere ikiye ayrılabilir³⁹. Ticaretin serbestleşmesine yönelik hareketler 1980’lerin başından itibaren uygulanmaya başlamış, 1990’lı yıllara gelindiğinde ise hız kazanmıştır⁴⁰. Bu kavram dar ve geniş anlamda olmak üzere iki şekilde açıklanabilir. Dar anlamda ticaretin serbestleştirilmesi, uluslararası mal ve hizmetlerin dolaşımını engelleyen sınırlamaların azaltılması veya kaldırılması olarak tanımlanabilir⁴¹.

Geniş anlamında ticaretin serbestleştirilmesi ise, ithalatta uygulanan kota ve tarifelerin kaldırılması, bunun yanında dış ticareti sınırlayan her türlü gümrük ve eş etkili vergilerin düşürülmesini içerir⁴². Bu engellerin ortadan kalkmasıyla birlikte dünya ticaret hacminde bir artış ortaya çıkmış ve buna bağlı olarak gelişen yeni teknolojiler vasıtasıyla üretim miktarında artışlar yaşanmış ve maliyetlerde de düşüşler gözlenmiştir. Bu durum dünya üzerindeki üretim sürecini olumlu etkilemiştir⁴³.

³⁸ Yay - Yay - Yılmaz, ““Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve Türkiye”, ss.4-5.

³⁹ Aytaç Eker, “Küreselleşme Sürecinde Kamu Maliyesinde Yaşanan Dönüşüm”, **Küreselleşme ve Kamu Maliyesinde Yaşanan Dönüşüm**, Ed. Aytaç Eker - Hayal Ayça Şimşek, Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı Yayını, Ankara, 2009, s.1.

⁴⁰ S. Mehdi Sahafaeddin, “Trade Liberalization and Economic Reform In Deveolping Countries: Structural Change or De-Industrialization?” **Discussion Papers**, No.179, United Nations Conference on Trade and Development, 2005, p.2.

⁴¹ A. Geske Dijkstra, “Trade Liberalization and Indrustriyel Development in Latin America”, **World Development**, Vol.28, No.9, September 2000, p.1568.

⁴² Dijkstra, a.g.m., p.1568.

⁴³ Eker, a.g.m., s.2.

Finansal serbestleşme, neoliberal kalkınma yaklaşımı doğrultusunda son otuz yılda hayata geçirilen yapısal reformların bir parçasıdır. Aynı zamanda serbestleşmenin hayati bir yönüdür⁴⁴. Finansal sistemin serbestleştirilmesi en genel tanımıyla, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların yok olması ve böylelikle ulusal para ve finans piyasalarının dünya piyasalarıyla bütünleşmesinin amaçlanmasıdır. Bu bağlamda cari işlemlerin serbestleştirilmesi, yabancıların ve yurt içindeki yerleşiklerin ticaret amaçları için para alıp satabilmeleri anlamına gelirken, sermaye işlemlerinin serbestleştirilmesi, portföy yatırımları için paranın alınıp satılabilmesidir⁴⁵.

Bir başka tanıma göre finansal serbestleşme, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, finansal sermayeyi kendi ülkelerine çekebilmek amacıyla bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı veya önemli ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamaları ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak tanımlanmaktadır⁴⁶.

Williamson ve Mahar'a göre finansal serbestleşme dar ve geniş anlamda olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Dar anlamdaki finansal serbestleşme; mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanabilir. Geniş anlamda ise; farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların, döviz kontrollerinin azaltılması veya kaldırılması; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişindeki engellerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması gibi unsurları da kapsamaktadır⁴⁷.

Finansal serbestleşmenin, iç ve dış finansal serbestleşme olmak üzere iki unsuru vardır. Çünkü bir ülke iç finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmesine rağmen, yabancı sermaye hareketlerine karşı kendisini koruyabilir. Bu nedenle finansal serbestleşmenin tanımı, tek başlık altında ifade edildiği durumlarda eksik kalmaktadır. İç finansal serbestleşme, finansal kurumların fonlarını iç piyasadaki faiz oranlarından verme ve iç finansal kurumların özel kullanımları için tahsis edebilecekleri kredi miktarına getirilen sınırlamaların kaldırılmasıdır.

⁴⁴ Juan Pablo Painceira, "Finansallaşma Döneminde Gelişmekte Olan Ülkeler: Sürekli Açıkta Döviz Rezervi Biriktirmeye", **Finansallaş ve Kapitalizmin Krizi**, Ed. Costas Lapavitsas, Çev. Tuncel Öncel, Yordam Kitap, İstanbul 2009, s.258.

⁴⁵ Zeki İlker Görenel, "Finansal Serbestleşme, Politika Hataları ve Krizler", **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.7, S.27, 2007, s.250.

⁴⁶ Serap Durusoy, "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri" **Dış Ticaret Dergisi**, C.5, S.18, 2000, ss.16-17.

⁴⁷ John Williamson - Molly Mahar, **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev. Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara, 2002, s.9.

Dış finansal serbestleşme ise, daha yaygın olarak sermaye hesabının yabancı kişi ve kurumlara açılması olarak ifade edilebilir⁴⁸.

Finansal serbestleşme süreci, ulusal düzeyde farklı kurum kategorileri arasındaki sınırları kaldırarak ve bankacılık faaliyetleriyle ilgili denetleme ve düzenlemeleri sınırlandırarak mali kurumlar arasındaki rekabeti serbestleştirmiş, uluslararası düzeyde ise, öncelikle sermaye hareketleri ve dövizle yapılan işler için getirilen engelleri aşamalı olarak kaldırmıştır⁴⁹.

Ghosh'a göre iç ve dış finansal serbestleşme için bir takım politikaların hayata geçirilmesi gerekmektedir. İç finansal serbestleşme için atılan adımlar; faiz oranları üzerindeki kontrolün azaltılması ya da tamamen kaldırılması, kamunun mülkiyetinde bulunan kalkınma bankalarını daimi ticari bankalara dönüştürmek ve diğer ticari bankalarla birlikte özelleştirerek devletin finansal aracılık faaliyetlerinden çekilmesini sağlamak, doğrudan ve sektörel bazda yönlendirilmiş kredilere son vermek, firma ve yatırımcıların sermaye piyasalarına girişlerini kolaylaştırmak, finansal kurumlar tarafından yapılan yatırımlar üzerindeki kontrolleri kaldırmak ve bilhassa bankacılık ve bankacılık dışındaki finansal kurumlar arasındaki duvarları yıkmak ve son olarak finansal piyasalarda kaynakları ve finansal araçların çeşitliliğini arttırmak gibi adımlardan oluşmaktadır⁵⁰.

Sürecin diğer yüzünde dış finansal serbestleşme yer almaktadır. Dış finansal serbestleşme ile yabancı sermayenin önündeki engeller kaldırılacak ve ekonomik büyüme hızlanacaktır⁵¹. Gerçekleştirilmesi gereken politikalar; döviz kurları arasındaki değişimin, ticaretin ve sermaye hesabının serbest hale getirilmesini kapsar. Bunun sağlanması için, yabancı yatırımcıların iç piyasadan, yerli yatırımcının da dış piyasadan finansal varlık edinebilmesinin önünün açılması ve yabancı para cinsinden finansal varlıkların iç piyasalarda alınıp satılmasına izin verilmesi gerekmektedir⁵².

İç finansal serbestleşme, deregülasyon politikaları ve finansal piyasalara dönük reformlar ile finansal piyasaların gelişmesini ve derinlik kazanmasını, sonuçta serbest piyasa

⁴⁸ Frederic S. Mishkin, "Is Financial Globalization Beneficial", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.39, No.2-3, 2005, p.274.

⁴⁹ Jacques Adda, **Ekonominin Küreselleşmesi**, Çev. Sevgi İnceci, İletişim Yayınları, 2002, s.110.

⁵⁰ Jayati Ghosh, "Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries", **DESA Working Paper**, No.4, 2005, s.2.

⁵¹ Sinan Sönmez, "Türkiye Ekonomisinde Neoliberal Dönüşüm Politikaları ve Etkileri", **Küreselleşme, Kriz ve Türkiye'de Neoliberal Dönüşüm**, Ed. Nergis Mütevellioğlu - Sinan Sönmez, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2009, s.41.

⁵² Ghosh, a.g.m., s.3.

ekonomisinin yerleşik hale gelmesini sağlamaya yöneliktir. Kambiyo rejiminin ve sermaye hareketlerinin önündeki engelleri tamamen kaldırmaya yönelik düzenlemeler, dış finansal serbestleşmenin amacı olduğu gibi kapsamını da oluşturmaktadır. Tasarıma göre içe yönelik serbestleşme gerçekleştiği ölçüde, faizlerin deregüle edilmesine ve sermaye kazançları ile yüksek gelir dilimleri üzerindeki vergi baskısının da hafifletilmesine bağlı olarak tasarruf hacmi artacak, böylelikle yatırım için gerekli kaynaklar oluşturulacaktır. Dışa yönelik serbestleşme hareketleri ile birlikte sermaye girişinin önündeki engeller kaldırılacak, sonuçta kaynak tahsisinin olumlu etkileri serbest ekonomilerde görülebilecek ve ekonomik büyüme artacaktır⁵³. Böylece araçları kaldırma, düzensizleştirme ve dışa açılma, finansal küreselleşme ve finansallaşma sürecinin sürükleyici gücü olacaktır⁵⁴.

Aslında finansal serbestleşmenin kökleri 1870’li yıllara dayanmaktadır. Aşağıdaki başlıkta finansal serbestleşme sürecinin gelişimi anlatılacaktır.

B. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TARİHSEL KÖKENLERİ

Dünya ekonomisinde serbestleşme hareketleri, on dokuzuncu yüz yılın ikinci yarısına kadar uzanmaktadır. Serbestleşme hareketlerinin bu dönemde ortaya çıkmasında bazı gelişmelerin rolü olduğu söylenebilir. İlk olarak, vapur, demir yolu, kanal ve telgraf gibi yeni teknolojiler, uluslararası taşımacılık ve haberleşmede değişiklikler yaratmış, ticari maliyetleri önemli düzeyde düşürmüştür. İkinci olarak, Adam Smith ve David Ricardo gibi iktisatçıların serbest piyasa ekonomisi yönündeki görüşleri bu dönemde etkili olmuştur. Bu nedenle, dünyanın önde gelen büyük ekonomileri, ithalat vergileri ve açık yasaklar şeklindeki kısıtlamaları büyük oranda kaldırmışlardır⁵⁵.

Finans alanında ise 1870’lerde “altın para sisteminin” genel kabul görmesi, para birimlerinin değerinde keyfi değişiklik korkusu olmadan, sermayeye uluslararası alanda hareket etme özgürlüğü sağlamıştır.

1870’lerden Birinci Dünya Savaşı’nın başlamasına kadar uygulanan altın para sistemi ilk parasal sistemdir. Bu sistemde, her ülke kendi parasının değerini belirli bir miktarda saf

⁵³ Sinan Sönmez, “Küresel Finansal Düzen, Yönetişim ve Büyüme”, **Dünya Ekonomisinde Bütünleşme Hareketleri ve Türkiye**, Ed. Nihal Yıldırım, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2004, ss.125-126.

⁵⁴ Adda, a.g.e., s.110.

⁵⁵ Dani Rodrik, **Akıllı Küreselleşme**, Çev. Burcu Aksu, Efil Yayınevi, Ankara, 2011, s.8.

altın cinsinden tanımlayıp altının alım, satım, ihraç ve ithalini serbest hale getirmiştir. Böylece ülkeler parasını altınla tanımladığından, bütün ülkelerin paraları tanımladığı altın miktarına göre birbirlerine bağlanmıştır. Fakat Birinci Dünya Savaşı'nın ortaya çıkması beraberinde ülkelere altın rezervlerini koruma isteği getirmiş ve ülkelerin paralarını altına dönüştürebilmelerinin sonunu hazırlamıştır.

Savaştan sonra yeniden altın standardına dönme girişiminde bulunulduysa da bu uygulamalar başarılı olmamıştır. Çünkü altın standardının gerektirdiğinin aksine, hükümetler ekonomik hayata yoğun müdahalelerde bulunmaya başlamışlardır. Savaş sırasında ülkelerde kendini gösteren enflasyon, savaş öncesi paritelerden altın standardına dönülmesi nedeniyle, kurların sürdürülmesini de olanaksız hale getirmiştir. Nihayet 1929 Dünya Ekonomik Buhanı'nın ortaya çıkmasıyla altın standardını sürdürmenin olanağı kalmamıştır. Böylece 1933'e gelindiğinde altın standardı tümüyle yıkılmıştır⁵⁶.

Böylece iki dünya savaşı, Büyük Buhran, milliyetçiliğin yükselmesi, ülkelerin işbirliğinden vazgeçen politikaları ile birleşince, küreselleşmiş bir dünya ekonomisi döneminden otarşi dönemine geçilmiştir. Birinci Dünya Savaşı'nda altın standardı ile para politikası; önce savaşın finansmanı, sonra da komşu ya da birbirleri ile ticaret partneri olan ülkeler arasındaki devalüasyonların yönetimi başta olmak üzere, ülke içi iktisat politikaları amacını gerçekleştirme aracına dönüşmüştür. 1930'ların büyük bunalımının temel nedeni olarak görülen uluslararası sermaye akımları minimum düzeye düşmüş, uluslararası fiyatlar ve faizler arasındaki uyum tamamen bozulmuştur. Bu dönemde para krizlerinden kaçınmak ve altın stoklarını korumak için ülkeler yaygın biçimde sermaye kontrollerine yönelmişlerdir⁵⁷.

İkinci Dünya Savaşı'nın sonrasındaki dönemde ise, dünya ticaretini serbestleştirecek ve savaşta yıkılan ekonomilerin toparlanmasını kolaylaştıracak bir uluslararası ticari ve finansal sistemin varlığına ihtiyaç duyulmuştur. Bu doğrultuda 1944 yılında, 44 ülke temsilcisinin yeni bir uluslararası para sistemi yaratmak üzere ABD'nin New Hampshire kentindeki Bretton Woods'da toplanmaları sonucunda gerçekleşen konferansta ortaya Bretton Woods sistemi çıkmıştır. Konferansta savaştan en kazançlı ülke olarak çıkan ABD'nin görüşleriyle dolar ve altına endeksli uluslararası para sistemi oluşturulmuştur. Konferansta alınan kararlarla Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) ve Dünya Bankası'nın kurulması kararlaştırılmıştır. IMF'nin temel amacı, ülkelerin ticaret ve finans alanında anlaşmaya varılan

⁵⁶ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul, 2003, ss.6-7.

⁵⁷ Turan Yay, "Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme", **İktisat Dergisi**, Sayı:438, 2003, s.17.

kararlara uyup uymadığını denetlemek ve dış açık veren ülkelere borç vermek olarak tanımlanmıştır. Dünya Bankası'na ise, savaştan büyük zarar görmüş olan Avrupa ekonomilerinin ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarını gerçekleştirebilmeleri için ihtiyaç duydukları kaynağı sağlama görevi verilmiştir.

Bretton Woods Sisteminde ABD, bir ons altının fiyatını 35 dolar olarak belirlemiş ve herhangi bir sınırlama olmaksızın doları bu fiyattan altına çevirmeyi taahhüt etmiştir. Buna göre, sistemde IMF'ye üye olan diğer ülkeler, para birimlerini sabit bir kur üzerinden dolara bağlayacaklar ve belirlenen kurun %1'in altında veya üzerinde dalgalanmalara izin vereceklerdir. Bu bandın dışına çıkmaları halinde dolar rezervleri ile sisteme müdahale edeceklerdir. Bu sistem ayarlanabilir sabit kur sistemi olarak da ifade edilebilir. Bu yolla bütün para birimleri dolaylı yoldan altına endekslenmiştir⁵⁸.

Bretton Woods sisteminin ardından Keynesyen politikaların uygulanmasıyla dünya ekonomisinde yaklaşık 25 yıl süren ve "altın çağ" olarak adlandırılan bir dönem yaşamıştır. Ancak sistem, kendi içerisinde barındırdığı bir takım zayıflıklar neticesinde zamanla yıpranmıştır. ABD'nin 15 Ağustos 1973'de doları altına konvertibl olmaktan çıkarmasıyla da çökmüştür. Sistemin çöküşünde iki önemli etken vardır. İlki, 1973-1974 Petrol şoku olarak belirtilebilir.

İkinci etken ise, ABD'nin dış ödemeler bilançosunun açık vermesi ve bu açıkların dolar basımı yoluyla kapatılmaya çalışılmasıdır. Bu şekilde karşılıksız dolarlardaki artış sonucunda, ABD'nin altın stoku erimeye başlamıştır. ABD'nin dış ödemeler dengesi açıklarının artması üç temel nedene dayanmaktadır. Birinci neden, Japonya ve AET'nin (bugünkü adıyla AB) ekonomik yönden ABD ile rekabet edebilecek düzeye erişmeleridir. İkincisi, ABD'deki özel sermayenin bir yandan doğrudan yatırım, diğer taraftan faiz kazanmak amacıyla ülke dışına akmasıdır. Üçüncüsü ise, ABD'nin, özellikle de Vietnam savaşı nedeniyle dış askeri ve ekonomik harcamalarının önemli boyutlara ulaşmasıdır.

Bretton Woods Sisteminin sona ermesiyle beraber sermaye hareketlerine yönelik kontrollerin ve sabit döviz kuru uygulamalarının istikrarsızlığı arttırdığına yönelik görüşler ağırlık kazanmıştır. Özellikle dünya ekonomisindeki bunalımın ve ülkelerdeki krizlerin sonucunda düşen kar oranlarının arttırılması, dünya pazarlarının genişletilmesi, mal ve sermaye akımlarının önündeki engellerin kaldırılması ve serbestleştirilmesine dayanan yeni

⁵⁸ Gökhan Özkan, **Küresel Finansal Kriz, Uluslararası Finans Sisteminin Yeniden Yapılandırılması ve Uluslararası Güç Sistemine Etkileri**, Dora Yayıncılık, Bursa, 2009, s.15.

bir pazar anlayışı ortaya çıkmıştır. Temelini Neo-Klasik iktisattan alan bu yeni iktisadi yapının Bretton Woods sisteminin önerdiği sabit kur rejimi ile sürdürülmesi olanaksız görülmüştür. Bunun sonucunda, istikrarlı döviz kurları, sermaye akımlarının sınırlandırılması ve tam istihdam gibi sosyal refah politikaları üzerine inşa edilmiş olan Bretton Woods sisteminin çöküşüyle esnek döviz kuru, yeni kur sistemi olarak kabul edilmiştir.

1970'lere kadar alt yapısı hazırlanan yeni iktisadi sistem, gelişmiş ülkelerde kapitalist sistemin yaşadığı krizden çıkmak için, gelişmekte olan ülkelere ise büyüme ve kalkınmanın sağlanması doğrultusunda hayata geçirilmiştir.

Neo-klasik finansal serbestleşme politikaları gelişmekte olan ülkelerin yetersiz tasarrufa sahip olduğunu ve buna bağlı olarak da düşük büyüme gerçekleştirdiğini iddia etmişlerdir. Bu nedenle döviz kurları dalgalanmaya bırakılmış, uluslararası fon transferlerine getirilen kontroller gevşetilmiş ve finansal sistemde serbestleşme hareketleri yaygınlaşmıştır. Bu süreçte öncü adımları, 1974 yılında ABD, 1979 yılında İngiltere, 1980 yılında Japonya, 1981 yılında Almanya atmıştır⁵⁹. Daha sonra bu ülkeleri 1980'li ve 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler takip etmiştir.

Yukarıdaki gelişmeler çerçevesinde sermaye akışkanlığının yaklaşık 130 yıllık seyrinin, U harfi şeklinde bir eğilim gösterdiği söylenebilir. Bu bağlamda: 1870'lerden 1914'e kadar bir yükselme, 1945'e kadar bir düşüş, 1945'ten sonra yavaş bir artış ve 1970'lerin başında Bretton Woods'un çöküşü ile birlikte giderek hızlanan bir yükselme görülmektedir⁶⁰.

C. FİNANSAL SERBESTLEŞMEYE İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR

Yüz yılı aşkın bir süredir iktisatçılar finansal sisteme ve onun etkilerine yönelik çalışmalar yapmaktadırlar. Bu alandaki ilk çalışma Schumpeter (1911)'e aittir. Schumpeter çalışmasında gelişmiş bir finansal sistemin ekonomide verimlilik artışına yol açacağını ve ekonomik kalkınmanın sağlanmasında önemli rol oynayacağını ifade etmiştir. O tarihten günümüze teorik ve ampirik olmak üzere zengin bir literatür birikmiştir. Bu alandaki ilk çalışmalar, finansal sektörün ekonomik gelişmede bir rolü olup olmadığına ya da finansal kuruluşların hızlı endüstrileşmenin bir sonucu olup olmadığına yöneliktir. Bu doğrultuda Joan

⁵⁹ Nadir Eroğlu, "Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri", **Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve SosyoPolitik Karşıtlıklar**, Ed. Alkan Soyak, OM Ekonomi-Politik Yayınları, İstanbul, 2002, s.19.

⁶⁰ Yay, a.g.m., s.17.

Robinson (1952) tarafından ileri sürülen görüş, 1960'ların ortasına kadar hâkim rol oynamıştır. Gerschenkron (1962), Patrick (1966) ve özellikle de Goldsmith (1969) finansal sistemin itici gücünü vurgulamışlar ve bunun ekonomik gelişme sürecinde önemli bir rol oynayacağını ifade etmişlerdir⁶¹.

Finansal serbestleşme teorisinin temelini, McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in ileri sürdüğü, finansal baskı hipotezi olarak da adlandırılan McKinnon-Shaw hipotezi oluşturmaktadır. Bu hipoteze göre devletin finans piyasalarına yönelik müdahaleleri finansal baskı olarak tanımlanmaktadır. Bu müdahalelerin kaldırılması ile tasarruflar artacak, finans piyasaları derinlik kazanacak, kredi tahsisinde etkinlik sağlanacak, verimli yatırımlar artacak ve ekonomik büyüme gerçekleştirilecektir. Ancak teoride varsayılanların aksine, yaşanan kötü tecrübeler finansal serbestleşme teorisine yönelik eleştirilerin de artmasına yol açmıştır. Teoriye yönelik yapılan en kapsamlı eleştiriler; Yapısalcı Teori, Yeni Keynesyen Teori ve Post-Keynesyen teoriden yöneltmiştir.

1. McKinnon – Shaw Hipotezi

Faiz oranının ekonomik büyüme sürecindeki rolü yarım asrı aşkın bir süre önce dikkat çekmiş ve günümüze kadar geçen süre içerisinde tartışılmıştır. Ancak faiz oranına yönelik yürütülen politikalar, aynı süre içerisinde önemli derecede değişiklikler göstermiştir. 1970'lerin başına kadar hâkim olan görüş, düşük faiz oranının yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttıracığı yönünde olmuştur. Bu sebeple de çoğu gelişmekte olan ülke düşük faiz politikasını benimsemiştir⁶². Ancak regülasyona dayanan bu finansal yapı, 1970'lerin başında McKinnon ve Shaw'ın birbirinden bağımsız şekilde yaptıkları çalışmalar öncülüğünde, dalgalı döviz kuru sistemine geçiş ve faiz hadlerinin yükselmesi gibi adımlarla terkedilmeye başlanmıştır⁶³. Söz konusu çalışmalarda, finansal serbestleşme, finansal kaynakların dağıtımında piyasaya dayalı bir mekanizmanın kurulması olarak ifade edilmekte

⁶¹ Felix Eschenbeach, "Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature", **Tinbergen Institute Discussion Paper**, No. TI 2004-039/2, 2004, p.1.

⁶² Libby Rittenberg, "Investment Spending and Interest Rate Policy: The Case of Financial Liberalization in Turkey", **The Journal of Development Studies**, Vol.27, No.2., 1991, p.151.

⁶³ Cüneyt Kılıç, "Finansal Liberalizasyon Sürecinde Türkiye'nin Sektörel Yapısında Meydana Gelen Değişmeler", **KAU İİBF Dergisi**, C.3, S.4, 2012, s.110.

ve finansal serbestleşme ile birlikte kaynakların verimli alanlarda kullanılmasının mümkün hale geleceği ve kaynak dağılımında etkinliğin sağlanabileceği ileri sürülmektedir⁶⁴.

Neoklasik McKinnon-Shaw hipotezinin en temel varsayımı; faiz oranı ile tasarruf, yatırım ve büyüme oranı arasında önemli bir bağ olduğudur. Buna göre faiz oranının, sermayenin marjinal verimliliğini aşmamak koşuluyla artması, tasarrufların, yatırımların ve büyüme oranının artması anlamına gelmektedir. Finansal piyasalara yönelik bir devlet müdahalesi, faiz oranının bu rolünde ya bozucu etki yapar ya da önemini azaltır. Çünkü hipoteze göre düşük faiz oranı, düşük tasarruf, düşük yatırım ve düşük büyüme oranı demektir⁶⁵. Yazarlar, finansal sisteme yönelik yapılan müdahaleleri finansal baskılama olarak tanımlamaktadırlar. Bu sebeple McKinnon-Shaw hipotezi literatürde finansal baskı analizi (Financial Repression Analysis–FRA) olarak da adlandırılır.

Finansal baskılama, genellikle faiz oranının düşük tutulması, sermaye hesabının sınırlandırılması ve döviz kuru kontrolleriyle tanımlanabilir⁶⁶. McKinnon-Shaw hipotezine göre, faiz oranlarının artması ile tasarrufların üzerindeki baskının kalkması finansal araçları arttırır ve finansal sektöre derinlik getirir. Bir yandan kaynak dağılımının etkinleşmesi ile sektörel getiri oranları birbirlerine yaklaşacak, diğer yandan tasarrufların yükselmesi ile fon maliyetleri düşecektir⁶⁷.

Finansal baskının kalkması sonucunda ortaya çıkması beklenen finansal derinleşme; finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal araçların ne derece çeşitlendiğini göstermektedir. Buna göre, finans sistemi belirli bir derinlik kazandığı zaman, mevduat ve kredi vadelerini birbirlerine eşitleyerek, piyasalara ilişkin bilgi toplama sürecinde ölçek ekonomilerinden yararlanarak ve riski dağıtarak işlem maliyetlerini en aza indirebilir. Finansal aracılık faaliyetlerinden bu tür faaliyetlerin elde edilebilmesi için finans sisteminin etkin bir şekilde çalışması gerekir⁶⁸.

Finansal baskı analizi, finansal piyasaları ve finansal piyasa yapısını ekonomik büyüme ve kalkınma sürecinin önemli bir elementi olarak görür. Bu nedenle, finansal konuları kalkınma sürecinde aktif bir tutum olarak değerlendirir. Söz konusu analiz ekonomik

⁶⁴ Özdemir, a.g.e., s.56.

⁶⁵ Arestis - Basu, a.g.m., p.4-5.

⁶⁶ Marcel Aloy - Gilles Dufrenot - Anne Peguin-Feissolle, "Is Financial Repression a Solution to Reduce Fiscal Vulnerability? The Example of France Since the End of World War II?", **Applied Economics**, Vol.24, No.6, 2014, p.629.

⁶⁷ Yentürk, s.134.

⁶⁸ Öçal - Çolak, a.g.e., s.272.

kalkınmayı beslemek için oluşturulan politik çerçeve ile doğrudan ilgili olarak kabul edilir. Bu doğrultuda finansal baskı analizi kalkınma sürecinde devlete pasif bir rol verir. Yeni politika, faiz oranı ve finansal sistemdeki fon akışları üzerindeki devlet mekanizmasının ve kontrolünün yok edilmesini gerektirmektedir. Bu politika değişikliği ile piyasalar otomatik olarak ayarlanacak ve büyüme süreci yeni bir ivme kazanacaktır⁶⁹.

Finansal piyasalarda yaşanan baskılama altı boyutta görülmektedir. Bunlar⁷⁰:

- Bankacılık sektörünün vereceği kredilerden kimin tarafından faydalanılacağına kamu kesiminin karar vermesi,
- Faiz oranlarını piyasanın değil kamu kesiminin belirlemesi,
- Finansal sektörde faaliyet gösterecek kuruluşlara kamunun karar vermesi,
- Bankacılık sektöründe çalışanların niteliklerinin ve ücretlerinin kamu kesimi tarafından düzenlenmesi,
- Kamu kesiminin finansal kurumların sahibi pozisyonunda olması,
- Kimlerin yurt dışından borç işlemi yapacağı ve bu işlemlerin koşullarının nasıl olacağı gibi konuların kamu kesiminin iznine bağlı olması şeklindedir.

McKinnon-Shaw hipotezi, finansal baskının düşük faiz oranı nedeniyle fonların bankacılık kesiminden çekilmesine sebep olduğunu ve bireyleri tasarruf yapmaktan caydırdığını iddia etmektedir. Bu nedenle finansal sektörün liberalize edilmesi gerektiği belirtilmiştir. Hipotezde, faiz oranı tavanının ve zorunlu rezerv gereksiniminin kaldırılması, yönlendirilmiş kredi uygulamalarına son verilmesi ve ayrıca fiyat istikrarı açısından uygun ekonomik önlemlerin alınması önerilmiştir. Bu şekilde hipotezden beklenen sonuç; tasarrufların ve yatırımların artması vasıtasıyla ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması ve sektörler arasındaki karlılık farklılıklarının azaltılmasıdır⁷¹.

McKinnon'a göre mevduatlar üzerine getirilen faiz sınırlamaları, bankaların küçük ölçekli firma ve düşük gelirli bireylere borç verme isteğini azaltmaktadır. Bu nedenle çok sayıdaki küçük ölçekli firma ve düşük gelirli birey bankacılık dışındaki kesimlere yönelmektedir. Ayrıca bankaların borçlanma hacimlerine getirilen sınırlamalar, güvenilirliği

⁶⁹ Güven Sak, **Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's**, Capital Markets Board, Ankara, 1995, pp.13-14.

⁷⁰ Özdemir, a.g.e., s.57.

⁷¹ Eric Osei-Assibey - William Baah-Boateng, "Interest Rate Deregulation and Private Investment: Revisiting the McKinnon-Shaw Hypothesis in Ghana", **The IUP Journal of Applied Economics**, Vol.11, No.2, 2012, p.12.

ile bilinen müşterilerin istedikleri kredileri almalarını engellemektedir. Bu durum, kredilerin tahsis edilmesinde politik ilişkileri ve kurumsal bağlantıları ön plana çıkarmaktadır. Bu durumda büyük şirketler ve toprak sahipleri ile bazı kamu kurumları kredi elde edebilirken diğerleri bundan faydalanamamaktadır. Bu durum, gelir dağılımındaki çarpıklığı arttırmaktır. Yaygın olarak kabul gören görüşün aksine ucuz kredi uygulaması sıradan bireylerin ve küçük ölçekli firmaların bankalardan kredi edinmesini güçleştirmektedir. Bu kesimler kredi elde edebilmek için daha ziyade, bankacılık dışında yüksek faiz veren kişi ve kurumlara yönelmektedir⁷².

Hipoteze göre, faiz oranları arttıkça, tasarruf ve kredi seviyesi yükselecektir. Ayrıca yükselen faiz oranları sayesinde düşük verimlilikteki yatırım projeleri kendiliğinden yok olacaktır. Böylece ekonomik kalkınma, sadece yatırımların artması vasıtasıyla değil aynı zamanda sermayenin ortalama üretkenliğinin artması ile uyarılacaktır. Dahası yönlendirilmiş kredi programlarının kaldırılması, sermayenin verimliliğinin artması yoluyla kredilerin daha etkili tahsis edilmesini sağlarken, daha düşük karşılık ayırma, bankaların daha kolay borç vermesini sağlayacaktır⁷³.

Baskılanmış finansal piyasaların olduğu ekonomilerde bireyler yatırımlarını kendi tasarrufları yoluyla gerçekleştirmektedirler. Finans piyasası serbestleşmiş ekonomilerde ise, yatırımcılara geniş bir finansman imkânı sunulmaktadır. Ayrıca tasarruf sahipleri de tasarruflarını kullanabilecekleri geniş bir portföy menüsüne sahiptirler. Ayrıca mevcut riskleri dağıtabilme ve vade ayarlamaları yapabilme imkânının yanı sıra bilgi edinme maliyeti serbest finansal piyasalarda çok daha düşüktür. Finansal açıdan serbestleşen ekonomiler, serbestleşmeyle birlikte küçük piyasalardan büyük piyasalara erişme imkânına sahip olmakta ve yeni yatırım imkânları doğmaktadır⁷⁴.

Shaw'a göre de finansal piyasalardaki serbestleşme ve derinleşme, tasarrufları ve yatırımları arttırarak ekonomik büyümeyi sağlayacak, böylelikle işsizlik azalacak, gelir dağılımı daha dengeli bir hale gelecektir. Ayrıca esnek döviz kuru uygulamasına geçilmesiyle birlikte ticarete yaşanan şoklar da önlenebilecektir⁷⁵.

⁷² Ronald I. McKinnon, **Money and Capital in Economic Development**, The Brookings Institution Press, Washington, 1973, p.73.

⁷³ Arestis - Demetriades, a.g.m., p.442.

⁷⁴ Edward S. Shaw, **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press, New York, 1973, p.10.

⁷⁵ Shaw, a.g.e., pp.10-12.

Özet olarak McKinnon-Shaw hipotezi, finansal baskının, finansal piyasaların çalışmasını ve fonların optimal şekilde tahsis edilmesini engellediğini savunmaktadır. Hipotezin üç temel varsayımı vardır. Birincisi, piyasadaki firma ve yatırımcıların mükemmel bilgiye sahip olduğu ve bu sayede ellerindeki bilgiyi kullanarak ileriye görebildiğidir. İkincisi, piyasada tam rekabet şartlarının hâkim olduğudur. Üçüncüsü ise, finansal işlemler üzerinde vergi veya işlem ücreti gibi herhangi bir maliyet unsuru söz konusu değildir.

1980’li ve 1990’lı yıllarda finansal serbestleşme teorisini benimseyen gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde, finansal serbestleşme teorisinin vaat ettiğinin aksine ciddi istikrarsızlıklar yaşandı. Bu ülkelerin büyük bir bölümünde büyümenin düştüğü, enflasyonun arttığı, işsizliğin yükseldiği krizler görüldü. Yaşanan söz konusu istikrarsızlıklar finansal serbestleşme teorisinin eleştirilmesine neden oldu⁷⁶.

Yeni finansal serbestleşme teorisyenleri tarafından, yöneltilen eleştiriler karşısında, sağlıklı bir serbestleşme için yeni koşullar ileri sürüldü. Bu koşullar; güçlü makroekonomik istikrar, düşük enflasyon düzeyi, resesyonun olmadığı bir ekonomi, mali disiplin ve güçlü kurumsal göstergeleri içerir. Kurumsal göstergeler, ulusal merkez bankalarının pozisyonunun yanında, banka mevduatlarına güvence getirilmesini de kapsar. Ancak düşünülenin aksine yeni serbestleşme teorisi, McKinnon-Shaw teorisinde köklü bir değişiklik yaratmadı. Enflasyona odaklı mevcut teoriye, makroekonomik istikrar kriteri eklenmesinin yanı sıra, finansal piyasalardaki zayıf kurumlar için katı önlemler alınması gerektiği vurgulanmıştır⁷⁷.

Menkul kıymet piyasaları, gelişmekte olan ülkelerin finansal açıdan serbestleşmesinde çok önemli bir role sahiptir. 1990’lı yıllarda bu piyasalar, gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye akımında önemli bir kanal olarak ortaya çıktı. Ancak ne McKinnon-Shaw hipotezi, ne de bu hipotezi takip eden yeni serbestleşme iktisatçıları tarafından, bu piyasaların gelişmekte olan ülkeler için gittikçe artan önemine neredeyse hiç değinilmedi. Dolayısıyla bu husus analizin en önemli eksikliğidir⁷⁸.

⁷⁶ Elisabeth Springler, “Financial Liberalization, Stock Markets and Growth in Economies with Underdeveloped Financial Markets”, **European Political Economy**, Vol.3, No.2, Winter 2005-2006, pp.58-59

⁷⁷ Springler, a.g.m., p.59.

⁷⁸ Ajit Singh, “Financial Liberalization, Stock Market and Economic Development”, **The Economic Journal**, Vol.107, No.442, May 1997, p.772.

2. Yapısalci Yaklaşım

Gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarına yönelik alternatif bir bakış açısı yapısalci okul tarafından sunulmuştur. Özellikle yapısal değişimleri önleyen engellerle ilgilenen yapısalcılar, iktisadi durgunluğun temel nedeni olarak sermaye darlığını vurgulayan ilk modernizasyon teorilerine karşılık sermaye darlığının altında yatan nedenlerin üzerinde durmuşlar, bu konuyla ilgilenmişlerdir. Dahası, kalkınmanın temel motoru olarak kabul ettikleri sanayinin finansmanındaki zorlukları araştırmışlardır⁷⁹. Buna göre gelişmekte olan ülkelerin, kendilerine özgü sorunları finansal serbestleşme politikalarını uygulamalarına engel teşkil etmektedir.

Yapısalci görüş, finansal serbestleşme politikalarını iki konuda eleştirmektedir. İlk olarak finansal serbestleşme faiz oranlarını arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler her ne kadar yapısal iç tasarruf yetersizliği çekip, dış kaynağa ihtiyaç duysalar da, finansal dışa açılma faiz oranlarını yükselterek, sermaye elde etmenin maliyetini arttıracaktır. Sonuçta karşılaşılan enflasyon artışı reel ücretleri düşürecek, faiz artışı da borçlanma maliyetini arttırarak toplam talebi azaltıp büyüme oranını düşürecektir. Arz yönünde ortaya çıkan enflasyonist etki talep yönünde oluşan deflasyonist etkiden daha büyük olduğu için büyüme oranını düşürecektir.

Yeni yapısalci görüş, Neo-Klasik Mckinnon-Shaw yaklaşımının aksine finansal baskının faiz oranının artmasını engellediği gerekçesiyle yatırım ve büyümede artışa yol açacağını savunmaktadır⁸⁰.

Yeni yapısalci yaklaşıma göre, faiz maliyetinin işletme sermayesi maliyetine dâhil edilmesi gerekir. Böyle olunca finansal serbestleşme sonucunda faiz oranlarının yükselmesi üretim maliyetlerini arttıracaktır. Yapısalci yaklaşıma göre gelişmekte olan ülke piyasaları mark-up fiyatlama esasına dayanmaktadır. Bu nedenle üretim maliyetlerindeki artışlar fiyatlara yansımaktadır. Yani finansal serbestleşme faiz oranlarının yükselmesine neden olmakta, bu durumda enflasyonu hızlandırıcı etki yapmaktadır⁸¹.

⁷⁹ Muteşem Kaynak, **Kalkınma İktisadı**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 3.b., Gazi Kitabevi, Ankara, 2009, s.131.

⁸⁰ Burak Atamtürk, "Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi", **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.23, S.2, 2007, s.79.

⁸¹ Kadir Eser, "Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği", **Ekonomik Yaklaşım**, C.4, S.10, 1993, s.90.

İkinci olarak, McKinnon-Shaw hipotezinin aksine Yapısalıcı Yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerdeki resmi olmayan piyasaları dikkate almaktadır. Onlara göre bu piyasalar, para ve sermaye piyasalarının etkili bir biçimde çalışmasında önemli bir role sahiptir⁸². Gelişmekte olan ülkelerdeki resmi kredi piyasaları, rezerv karşılıkları nedeniyle resmi olmayan piyasalar kadar etkin bir finansal aracılık yapamazlar. Artan faizlerin sonucu olarak portföyün resmi olmayan piyasalardaki aktiflerden, resmi kredi piyasasındaki aktiflere yeniden dağıtıldığı varsayılır. Buna göre finansal serbestleşme, Neo-Klasik teoriyle çelişen iki etkiye sahiptir. Birincisi, portföyün resmi olmayan piyasalardan, resmi piyasalara kayması sonucunda borç verilebilir fonların toplamında azalma yaşanacaktır. İkinci olarak, resmi olmayan piyasalarda serbestleşme sebebiyle kredi tabanı daralacağından kredi faizleri artacaktır. Sonuç olarak, resmi olmayan piyasada hem faizlerin yükselmesi hem de borç verilebilir fonların azalması stagflasyonist süreci hızlandırmaktadır⁸³.

3. Yeni Keynesyen Yaklaşım

Başlıca temsilcileri G. Mankiw, A. Okun, J. Stiglitz, J. Yellen, A. Blinder gibi ekonomistler olan yeni keynesyen yaklaşım, 1980'li yıllardan itibaren keynesyen iktisat içerisinde yerini almıştır. 1970'li yıllarda keynesyen yaklaşıma yöneltilen, keynesyen teorinin aksak piyasaları varsaymasına rağmen, eksik mikro temellere dayandığı, maksimizasyon davranışlarıyla, tutarlı olmayan bekleyişleri dikkate aldığı yönündeki eleştirilere karşılık, yeni keynesyen ekonomistler, mikro ekonomik düzeyde firmaların karlarını, tüketicilerin ise refahlarını maksimize etme çabalarının makro ekonomide nasıl ters sonuçlara yol açtığını göstermeye çalışmaktadır. Diğer bir deyişle, yeni keynesyenler, Keynes'in sabit nominal ücret varsayımını içeren aksak piyasa modeline benzer biçimde modellerini fiyatların çok yavaş ayarlanacağı varsayımı üzerine oturtmakta ve ücret ile fiyatlardaki yavaş ayarlanmanın mikro ekonomik temellerini açıklamaya çalışmaktadır⁸⁴.

McKinnon-Shaw hipotezinin aksine yeni keynesyen yaklaşım, finansal serbestleşme politikalarının gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi yavaşlatacağını, ekonomik istikrarsızlıklara neden olacağını ve ekonomik kalkınmayı engelleyeceğini savunmaktadır.

⁸² Doug-Joo Chang, "McKinnon-Shaw Versus The Neostructuralists on Financial Liberalization: An Additional Note", **World Development**, Vol.18, No.3, 1997, p.49.

⁸³ Oğuz Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım", **İktisat İşletme ve Finans**, S.145, Nisan 1998, s.26.

⁸⁴ Beyhan Ataç, **Maliye Politikası**, Gözden Geçirilmiş 9.b., Turhan Kitabevi, Ankara, 2012, s.25-26.

McKinnon-Shaw yaklaşımı, tam istihdam varsayımı altında ödünç verilebilir fonlar teorisini savunurken, Yeni Keynesyen yaklaşım, eksik istihdam koşullarında ödünç verilebilir fonlar teorisinin geçerli olmayacağını, bu nedenle finansal serbestleşme teorisinden beklenen olumlu yansımaların gerçekleşmesinin mümkün olmadığını ifade etmektedir. Ayrıca yeni keynesyen yaklaşım, neo-klasik iktisadın varsaydığı rasyonel beklentilerin aksine finansal piyasalarda asimetrik bilginin olduğunu öne sürmektedir. Buna göre asimetrik bilgi, finansal sistemin etkin çalışmasında ve istikrarsızlıkların oluşmasında önemli bir role sahiptir.⁸⁵

Finansal piyasalarda asimetrik bilginin varlığının kabul edilmesi, ekonomik büyüme ve kalkınmanın önünde engel oluşturduğu, finansal sistemde istikrarsızlık ve krizlere yol açtığına ilişkin ilk çalışma Stiglitz ve Weiss (1981) tarafından yapılmıştır. Stiglitz ve Weiss'in çalışması, Akerlof (1970)'un mal piyasalarındaki asimetrik bilgiyi açıkladığı "limon problemi" örneğinin, finansal sisteme uyarlanmasıdır.

Akerlof, mal piyasalarında asimetrik bilgiyi açıkladığı çalışmasını, Amerikan ikinci el otomobil piyasası üzerinden ifade etmiştir. Buna göre çalışmada iyi ve kötü durumda olan iki tip araç olduğu varsayılmıştır. Bilindiği üzere Amerikan oto piyasasında kötü durumdaki araçlara limon araç denilmektedir. Fırsatçı araç satıcıları, piyasadaki alıcılara araçların durumu hakkında açıklama yapmadıkları için alıcılar, araçlar hakkında yeterli bilgiye sahip değildirler. Böyle bir piyasada iki araç tipi için de ortalama bir fiyat oluşacaktır. Bu durumda limon araç sahipleri açısından oluşan fiyat, beklentilerin üzerinde gerçekleşecek ve bu nedenle araçlarını satmaya istekli olacaklardır. İyi durumdaki araç sahipleri ise oluşan fiyatı düşük bularak araçlarını satmak istemeyeceklerdir. Dolayısıyla bir süre sonra piyasada yalnızca limon araçlar kalacaktır. Yani limon araçlar, iyi durumdaki araçları piyasadan dışlamış olacaktır⁸⁶.

Stiglitz ve Weiss'e göre, finansal piyasalardaki kredi faiz oranları aracılığıyla oluşan kredi havuzunun risk durumunu, potansiyel kredi talep edenlerin özellikleri (ters seçim) ve kredi talep edenlerin kredi sonrasındaki davranışları (ahlaki tehlike) belirlemektedir. Piyasada hem ahlaki tehlikenin hem de ters seçim sorununun oluşmasında asimetrik bilgi rol oynamaktadır⁸⁷. Daha önce ifade edildiği üzere asimetrik bilgi, piyasada işlem yapan

⁸⁵ Atamtürk, a.g.m., s.78.

⁸⁶ George A. Akerlof, "The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty and The Market Mechanism", **Quarterly Journal of Economics**, Vol.84, No.3, 1970, p.488-490.

⁸⁷ Joseph E. Stiglitz - Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **American Economic Review**, Vol.71, No.3, 1981, p.393.

tarafından birinin söz konusu işlem hakkında diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Buna göre borç talep edenlerin bilinmeyen özellikleri veya borç aldıktan sonraki davranışları borcun geri ödenebilme olasılığını negatif yönde etkileyebileceğinden, piyasadaki asimetrik bilgi bir etkinsizlik kaynağıdır.

Borç verenler, borç talep edenin özelliklerini, borç talep edenlerin kendisi kadar iyi bilemedikleri için Akerlof'un "limon problemi" doğmaktadır. Borç verenler, borç havuzunu oluşturan ortalama niteliğe göre bir kredi oranı belirleyeceklerdir. Oluşan faiz oranı, iyi kredi niteliğine sahip olanlar için yüksek bir oran olacaktır. Sonuç olarak iyi niteliğe sahip kredi müşterileri borçlanmayı reddederek piyasayı terk edeceklerdir. Borçlanmayı kabul edenler için söz konusu olan yüksek faiz oranı, birey veya firmaları yüksek riskli projeler üstlenmeye yöneltecektir⁸⁸.

Yeni keynesyenlere göre finansal serbestleşmeyle birlikte faizlerin yükselmesi durumunda asimetrik bilgi önemli sorunlara yol açmaktadır. Faizlerin yükselmesi ile genel olarak kredi başvurularının ortalama kalitesi düşmekte, beklenen getirileri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin yüksek borçlanma maliyetinde gerçekleşme imkânları azalmaktadır. Böylece geriye yalnızca beklenen getirisi ve risk düzeyi yüksek projeler kalır. Başka bir deyişle, güvenli projeler yüksek faizler nedeniyle devre dışı kalmaktadır⁸⁹.

Ters seçim ve ahlaki tehlike hem borç piyasalarında hem de sermaye piyasalarında görülmektedir. Sermaye piyasalarında söz konusu bu etkiler, piyasanın temel özelliklerinden biri olan risk paylaşma imkânını azaltmaktadır. Borç piyasalarında ise, bankaların aynı özelliklere sahip borç talep eden müşterilerinin aynı faiz oranından borçlanmasının engellenmesi veya borç talep edenler için oluşturulan anlaşma şartlarında ayrımcılık oluşturulması olarak ortaya çıkmaktadır. Genel olarak bu piyasalarda asimetrik bilginin varlığı finansal piyasaların daha düşük aktivite göstermesine, istikrarsızlık yaşamasına ve krizlere daha yatkın olmasına neden olmaktadır⁹⁰.

Stiglitz ve Weiss'e göre yükselen faiz oranları iki nedenle bankacılık kesiminin karlarını azaltacaktır. İlk olarak ters seçim nedeniyle güvenilir müşteriler daha riskli projeleri üstlenmeye meyilli olanlarla yer değiştireceklerdir. İkinci durumda ahlaki tehlike olarak adlandırılan durum söz konusu olacak ve borç alanlar daha riskli projeleri üstlenme

⁸⁸ Van Ees - Garretsen, a.g.m., p.38.

⁸⁹ Esen, a.g.m., s.26.

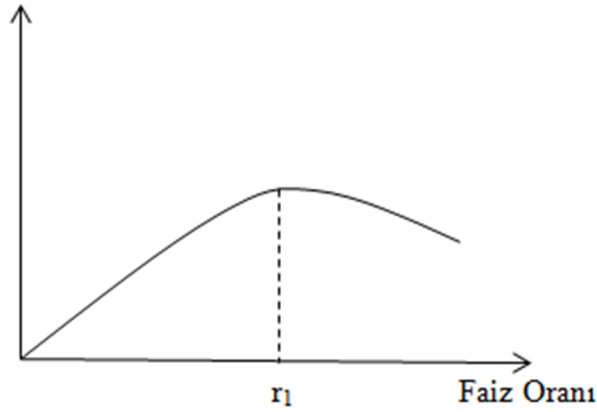
⁹⁰ Van Ees - Garretsen, a.g.m., p.38-39.

eğiliminde bulunacaklardır. Böylece bankalar, kredi talebini daraltmak için faiz oranlarını yükseltmek yerine kredi tayınlamasına (sınırlamasına) yöneleceklerdir⁹¹. Yani özetle asimetrik bilginin yol açtığı ahlaki tehlike ve ters seçim, kredi tayınlaması ile sonuçlanacaktır.

Şekil 1’de görüldüğü üzere bankanın geri dönüş beklentisi faiz oranındaki artıştan daha yavaş artmakta ve belirli bir noktadan sonra faiz oranı arttıkça geri dönüş beklentisi azalmaktadır. Hem borç talebi hem de fon arzı faiz oranının bir fonksiyonudur. Bu durumda bankalar r_1 düzeyinden daha yüksek bir orandan faiz ödemeyi teklif eden müşterilerine kredi vermek istemeyeceklerdir. Bu tip krediler r_1 düzeyindeki ortalama faiz oranından daha riskli olarak algılanacak ve geri dönüş ihtimali r_1 düzeyinden riskli kabul edilecektir. Bu nedenle bankalar kredi tayınlamasına yöneleceklerdir⁹².

Şekil 1: Bankanın Geri Dönüş Beklentisi ve Faiz Oranı İlişkisi

Bankanın Geri Dönüş Beklentisi



Kaynak: Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, **American Economic Review**, Vol.71, No.3, 1981, p.394.

Özet olarak yeni keynesyen asimetrik bilgi tezi, finansal baskının dört yoldan sermayenin tahsis edilmesine katkı sağlayacağını öne sürmektedir. İlk olarak düşük faiz oranı, kredi talebinde bulunanlar havuzunun niteliğini ortalama olarak yükseltmektedir. İkinci olarak, düşük faiz oranı sermayenin maliyetini düşürdüğünden, finansal baskı hisse senetlerinin değerini arttırmaktadır. Üçüncü olarak, ihracat performansının ekonomik büyümeyi hızlandırması gibi alternatif bir tahsis mekanizması olarak kullanılabilir.

⁹¹ Yaman Aşıkoğlu, **Finance, Exchange Rate & Financial Liberalization, Capital Markets Board**, 2nd Edition, Ankara, 1996, p.8-9.

⁹² Stiglitz and Weiss, a.g.m., p.394.

Dördüncü ve son olarak yönlendirilmiş kredi programları, ileri teknoloji içeren sektörlerin gelişmesine katkı sağlayabilmektedir⁹³.

4. Post-Keynesyen Yaklaşım

Post-keynesyen iktisatçılar, Keynes'in temel fikirlerini referans almışlar ve keynesyen iktisatın düşüncelerinin bir devrim niteliğinde olduğunu ileri sürmüşlerdir. Neo-klasik senteze karşı çıkararak keynesyen görüşle örtüşmediğini iddia etmişlerdir. Post-keynesyen iktisatçılar belirsizlik ve zaman sorununu ele almışlar, monetarizmi ve rasyonel beklentileri reddetmişler, devletin etkin, ekonominin ise istikrarsız olduğunu belirtmişlerdir⁹⁴.

Post-keynesyen iktisat akımını genel olarak değerlendirildiğinde her biri farklı iktisatçılar tarafından öne sürülen üç ayrı teorinin sentezi olduğu söylenebilir. Bunlardan ilki, J. M. Keynes ve onun makroekonomiyi, sadece bireysel davranışların toplamından oluşmayıp, onun kendine özgü varlığı ve niteliği olduğunu öne süren görüştür. İkinci olarak, bu görüşe R. Harrod'un ekonomiyi devamlı hareket halinde olan bir sistem olarak ele alan görüşü eklenmiştir. Üçüncüsü ise, M. Kalecki'nin kapital birikimi ve büyüme ile bir toplumda mevcut gelir bölüşümü ve fiyatlama sistemi arasında sıkı bir ilişki olduğunu öne süren görüşü, Keynes ve Harrod'un görüşleriyle birleşerek yeni bir bakış açısını ortaya çıkarmıştır⁹⁵.

Post-keynesyen iktisatçılar tarihsel zaman kavramına inanmaktadırlar. Buna göre geçmiş değiştirilemez, gelecek ise bilinmezdir. Gelecek bilinmediği için yatırım fonksiyonu istikrarsızdır. Ayrıca yatırımlar faiz oranının bir fonksiyonu değildir, IS-LM modeli geçerli değildir. Bu iktisatçılara göre ekonomi sürekli bir değişim içerisindedir. Dinamik ve gelişen bir ekonomide; yatırımlardaki değişimden kaynaklanan gelir etkisinin, nispi fiyatlardaki değişimden kaynaklanan ikame etkisinden daha önemli olduğunu savunmaktadırlar. Post-keynesyen iktisat okulunun önem verdiği konular, belirsizlik, beklentiler, bilgi ve öngörü olarak sıralanabilir. İktisat, kıt kaynakların sınırsız ihtiyaçlar arasında nasıl dağıtılacağı şeklinde tanımlanırken, post-keynesyenler, ekonomide tüketimden sonra kalan toplumsal

⁹³ Maxwell J. Fry, "In Favour of Financial Liberalization", *The Economic Journal*, Vol.107, No.442, 1997, p.760.

⁹⁴ Yüksel Bilgili, *Karşılaştırmalı İktisat Okulları*, Yenilenmiş 5.b., İkinci Sayfa Basım, Yayımlar ve Dağıtım, İstanbul, 2011, s.277.

⁹⁵ Vural Savaş, *İktisatın Tarihi*, 4.b., Siyasal Kitabevi, Ankara, 2000, s.922.

artığın nasıl dağıtılacağı, üretimin nasıl yapılması gerektiği konuları üzerine odaklanmışlardır⁹⁶.

Post-keynesyen iktisatçılara göre ekonomik süreçte gelişmiş para ve sermaye piyasaları önemli rol oynamakta; finansal piyasaların doğasında bir istikrarsızlık ortamı bulunmaktadır. Yatırım kararları da bu istikrarsız piyasa koşulları ve belirsizlik içerisinde alınmaktadır. Yatırım üretimin, istihdamın ve milli gelir dağılımının temel değişkenidir⁹⁷.

Geleneksel finansal serbestleşme teorisine göre yatırımların finansmanını bireysel tasarruflar oluşturmaktadır. Post-keynesyen yaklaşımda ise finansal sistem bireysel tasarruflardan ayrılmaktadır. Bu iktisatçılara göre yatırımlar bankalar tarafından finanse edilmektedir. Buna göre, finansal sistemde güçlü bankaların bulunması ekonomik büyüme açısından önemlidir. Banka mevduatlarına yüksek faiz uygulanması halinde, kredi faizlerinde yükselme olacak, böylelikle toplam talep ve yatırımlarda düşme gözlemlenecek ve ekonomik büyüme engellenecektir. Yine bu iktisatçılara göre, faiz oranlarındaki değişimler zaten doğası gereği istikrarsız olan piyasaları daha da istikrarsız bir konuma sürükleyecek ve ekonomiler, finansal ve reel krizlere daha yatkın bir duruma gelecektir. Özellikle Minsky, faiz oranındaki değişimlerin, finansal sistemde istikrarsızlık yaratacağını vurgulamıştır. Finansal serbestleşme teorisine göre finansal sistemde, faiz oranları bankalar vasıtasıyla yatırımları ve büyümeyi şekillendirmektedir. Finansal sistemin bankacılık kesimi dışında kalan kısmı dikkate alınmamıştır. Oysaki post-keynesyen iktisatçılar para ve sermaye piyasalarına da önem vermişlerdir. Yatırımların sağlıklı bir şekilde finanse edilmesi için hem birincil piyasaların hem de ikincil piyasaların etkin bir şekilde çalışması gerektiğini vurgulamışlardır⁹⁸.

Post-keynesyenlere göre, spekülatif ortamda beklentileri değişen yatırımcılar, düşük getiri ve düşük risk taşıyan yatırım projelerini tercih etmeyeceklerdir. Yani, kreditorler, yüksek getiri ve yüksek risk taşıyan yatırım projelerini tercih edecekler, sonuçta ortalama kalitesi daha düşük yatırımcı grubu ile karşı karşıya kalınacaktır. Söz konusu görüşe göre, piyasada gerçekleşen işlemler merkezileşmemiş, coğrafya olarak birbirinden ayrı ve özel mülkiyete sahip piyasalar arasında gerçekleşmektedir. Bütün işlemlerde ve bütün gelişmiş piyasalarda işlemler parasallaşmıştır. Satıcılar, bir satış işlemi tamamen gerçekleşmeden nakit

⁹⁶ H. Gül Özer, **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara, 2006, ss.23-24.

⁹⁷ Özer, a.g.e., s.24.

⁹⁸ Rogerio Studart, "Financial Repression and Economic Development: Towards a Post Keynesian Alternative", **Review of Political Economy**, Vol.5, No.3, 1993, pp.283-284.

almaktan kaçınılmaktadırlar. Alım satım fiyatlarıyla gerçekleşen fiyatlar, anonim piyasa güçleri tarafından değil, piyasa ajanları tarafından gerçekleştirilmektedir. Üretim belirli bir zaman içerisinde tüketime eşitlenmediği zaman, piyasalar neredeyse hiçbir şekilde temizlenemez⁹⁹.

Beklentilerin harekete geçirdiği ve rekabetin zorladığı piyasa güçlerinin en somut göstergesi, iktisadi konjonktürün farklı dönemlerinde farklı finansman şekillerinde kendisini göstermektedir. İktisadi faaliyetlerin zirveye ulaştığı noktada bireyler, Minsky'nin ifadesi ile spekülative finansmana yönelmektedir. Minsky bu durumu finansal istikrarsızlık hipotezi ile açıklamaktadır. Bu tarz finansman, iktisadi birimleri faiz ve kredi imkânlarındaki değişmelere daha duyarlı bir hale getirerek finansal sistemi kırılmalı bir hale getirir¹⁰⁰.

Minsky'ye göre üç tip finansman türü vardır. Bunlar; hedge finansman, spekülative finansman ve ponzi finansmandır. Hedge finansman alınan borcun hem anaparasının hem de faizinin mevcut nakit girişleriyle karşılanabildiği durumdur. Spekülative finansman, borcun faiz ödemesinin yapılabildiği ancak anapara ödemesi için yeniden borçlanmak zorunda olmalı finansman türü olarak tanımlanabilir. Ponzi finansman ise, borcun hem anapara ödemesinin hem de faiz ödemesinin karşılanması için yeniden borçlanılmak zorunda olduğu finansman türü olarak açıklanabilir. Bir ekonomide hangi finansman türünün yaygın olduğu istikrarın temel belirleyicisidir. Spekülative ve ponzi finansmanın yaygın olduğu bir ekonomi istikrarsızlığa daha yatkındır. Minsky'nin ifadesiyle ekonomi kırılmalıdır¹⁰¹. Finansal piyasalarda serbestleşme hareketleriyle birlikte, finansal sistem içerisinde spekülative ve ponzi finansmanın payında artış yaşanmıştır.

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, gelir, bilanço ve portföy nakit akımının ekonomideki önemi ile ilgilidir. Gelir, nakit akımları, ücretler, maaşlar ve ara ve nihai mallara yapılan ödemeler bilanço, portföy ve nakit akımlarının dayandığı temeldir. Eğer gerçekleşen ve beklenen nakit akımları, bir birimin ödenmemiş yükümlülüklerinin bütün ödeme taahhütlerini karşılıyorsa birim, hedge finansman yöntemine yönelecektir. Ancak bir birimin beklenen nakit akımları, beklenen gelirden büyük ise borçlarını arttırarak çevirmek durumunda kalacaktır. Mevcut borçlarının anaparasını ödemek için yeniden borçlanmak durumunda kalan birimler spekülative, borçlarının hem ana parası hem de faizi için yeniden ve daha büyük miktarda borçlanmak zorunda kalan birimler ponzi finansmanı tercih

⁹⁹ Özer, a.g.e., s.24.

¹⁰⁰ Esen, a.g.e., s.28.

¹⁰¹ Hyman P. Minsky, **İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı**, Çev. Oğuz Esen, Efil Yayınevi, Ankara, 2013, ss.210-214.

edeceklerdir. Buna göre spekülâtif ve ponzi finansman birimleri, zamanla borç temin etmeleri zorlaştıkça, ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmek için varlık satışına yöneleceklerdir. Ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek, işletmenin ve bankacının sözleşmeye koydukları öngörülen işlerin sürdürülmesi için borçların çevrilmesi ve arttırılması ihtiyacını belirtmek önemlidir. Buna rağmen, hedge finansman birimleri yükümlülüklerini yerine getirebilmek için finansal piyasa koşullarına bağlı değilken, spekülâtif ve ponzi birimler piyasa koşullarına bağlıdır¹⁰².

Minsky'ye göre kapitalist ekonomiler, özellikle uzun süren ekonomik istikrar dönemlerinde, hedge finansın geçerli olduğu finansal piyasalardan, önce spekülâtif finansmana daha sonra spekülâtif finansmandan da ponzi finansmana evrilme özelliği taşımaktadırlar. Son aşama olan ponzi finansman evresi aynı zamanda iktisadi kriz sürecinin başladığı çöküş noktasına karşılık gelmektedir. Bu durum ekonomide "Minsky anı" olarak ifade edilmektedir. Minsky anında kredi sistemi çökmekte, fiyatlar genel seviyesi düşmekte ve Minsky süreci başlamaktadır. Minsky süreci bir finansal kriz sürecidir¹⁰³.

III. FİNANSAL SERBESTLEŞMEDEN FİNANSAL KÜRESELLEŞME AŞAMASINA GEÇİŞ VE FİNANSALLAŞMA

Finansal serbestleşmenin nihai aşaması finansal küreselleşme ve finansallaşmadır. Bu sürecin gelişiminde etkin başlıca faktörler; daha önce de belirtildiği üzere Bretton Woods sisteminin çöküşü, politik hayatta yaşanan gelişmeler, başta IMF olmak üzere uluslararası finansal kuruluşların önerdikleri yapısal uyum ve istikrar programları, teknolojik ilerlemeler ve finansal yenilikler olarak ifade edilebilir.

A. POLİTİK GELİŞMELER

1940'lı yılların sonundan itibaren başlayan soğuk savaş dönemi, sadece politik olarak değil aynı zamanda ekonomik olarak da kutuplaşmalar doğurmuştur. O yıllarda üç tip dünyanın olduğu söylenebilir. Bunlardan birincisi, ABD'nin başı çektiği serbest piyasa ekonomisine dayalı kapitalist ülkelerdir. İkincisi, Sovyetler Birliği'nin liderliğini üstlendiği,

¹⁰² Minsky, a.g.e., s.207-208.

¹⁰³ Ersan Bocutoğlu, **İktisadi Düşüncüler Tarihi**, Murathan Yayınevi, Ankara, 2012, ss.358-359

ekonomileri merkezi planlamaya dayalı sosyalist ülkelerden oluşmaktadır. Üçüncüsü ise, ekonomilerinde birinci ve ikinci dünya arasında karma bir yapının olduğu, çoğunlukla demokratik yönetimden uzak, askeri rejimlerin hâkim olduğu, güçlü batı ülkelerinin eski sömürgeleridir. Dolayısıyla bu üçüncü tip ülkeler dünya üzerinde siyasal açıdan etkili ve güçlü ülkeler değildirler. Bu nedenle dünya bir tarafta sosyalist blok, diğer tarafta ise kapitalist bloğun olduğu iki kutuplu bir durumdadır. Bu şekilde iki başlı bir yapının olduğu yaklaşık 40 yıl süren bir soğuk savaş dönemi yaşanmıştır. 1990'ların başında Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla ikinci dünya yani "sosyalist blok" yıkılmıştır. Bu şekilde tek kutuplu hale gelen dünyada küreselleşme sözcüğü daha çok kullanılır olmuştur¹⁰⁴.

B. YAPISAL UYUM VE İSTİKRAR PROGRAMLARI

Daha önce ifade edildiği gibi IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası mali kuruluşlar Bretton Woods konferansında kurulmuş ve bu kuruluşlara Bretton Woods Sisteminin yürütülmesi konusunda önemli görevler verilmiştir. Ancak Washington Konsensüsü sonrasında bu kuruluşların misyonunda önemli değişiklikler görülmüştür. Söz konusu kuruluşlar, yapısal uyum programları adı altında başta ticari ve finansal serbestleşme olmak üzere diğer neo-liberal iktisat politikalarının geliştirmekte olan ülkelerde uygulanmasında öncülük etmişlerdir.

"Washington Konsensüsü" terimi ilk kez Williamson tarafından Washington merkezli kurumların, 1989 yılından itibaren Latin Amerika ülkelere yönelik uyguladığı düşük yoğunluklu politikalar olarak tanımlanmıştır. Ancak kavram daha ziyade piyasa fundamentalizmi ve neo-liberalizm ile ifade edilmektedir. Williamson'un önerdiği politikalar¹⁰⁵:

- Mali disiplin,
- Sağlık ve eğitim harcamaları gibi yüksek ekonomik geri dönüşü olan kamu harcamalarına öncelik vermek,
- Düşük marjinal vergi oranının ve geniş bir vergi tabanının sağlandığı vergi reformu,
- Faiz oranlarının piyasada serbest bırakılması,

¹⁰⁴ Ömer Eroğlu - Mesut Albeni, **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Bilim Kitabevi Yayınları, Isparta, 2002, ss.32-33.

¹⁰⁵ John Williamson, "What Should The World Bank Think About The Washington Consensus?", **The World Bank Research Observer**, Vol.15, No.2, August 2000, pp.251-252.

- Rekabetçi döviz kuru politikası,
- Ticari serbestleşme
- Doğrudan yabancı yatırımlara izin verilmesi,
- Özelleştirmelerin sağlanması,
- Piyasalara giriş çıkışın önündeki engellerin deregüle edilmesi,
- Mülkiyet haklarının korunması olarak sıralanmıştır.

Williamson bu politikaları Latin Amerika ülkelerine yönelik önermiş olmakla birlikte, bu ilkeler daha sonra IMF ve Dünya Bankası tarafından gelişmekte olan ülkelere önerilmiştir. Bu kapsamda Güney Doğu Asya ülkeleri, Türkiye ve Rusya gibi birçok gelişmekte olan ülkede, IMF programları çerçevesinde yapısal uyum ve istikrar programları uygulanmıştır. Söz konusu politikaların uygulanması durumunda ülkelerin ekonomik istikrarı yakalayacağı, güçlü bir makroekonomiye sahip olacağı ve ekonomilerinde kriz yaşamayacağı ifade edilmiştir¹⁰⁶.

C. TEKNOLOJİK İLERLEMELER

Finansal küreselleşmenin ortaya çıkmasında elektronik, bilgi, işlem ve haberleşme teknolojilerinde görülen ve ekonominin her alanını olduğu kadar günlük yaşamı da büyük ölçüde etkileyen gelişmelerin rolü olduğu bugün yaygın biçimde kabul edilmektedir¹⁰⁷. İletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki ilerlemeler sayesinde uluslararası portföy yatırımları artış göstermiş ve finansal piyasalarının derinliği artmıştır. Dünya finans piyasaları günümüzde eskisine oranla daha etkili bir hale gelmiştir¹⁰⁸.

Uluslararası finansal işlemlerin artması, teknik altyapının düzeyinde iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmelerle mümkün olmuştur. Günümüzde ki teknolojik imkanlara sahip olunmadığı varsayıldığında, uluslararası finansal piyasalarda gerçekleşen işlem hacminin de bu denli büyük miktarlara ulaşamayacağı kabul edilmektedir. Yaşanan teknolojik ilerlemeler işlem maliyetlerinin %100'e yakın bir oranda azalmasını sağlamıştır. Maliyetlerde yaşanan bu düşüş iletişim ve bilgisayar teknolojisinin önemini göstermektedir. Çünkü iletişim, bilgi aktarımı ve işleme maliyetleri, toplam işlem maliyetlerinin önemli bir

¹⁰⁶ Birol Karakurt, "Washington Konsensüsü'nden Küresel Mali Krize Mali Disiplin ve Türkiye'deki Mali Gelişmeler", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.25, S.1, 2011, ss.33-34.

¹⁰⁷ Mircan Yıldız Tokatlıoğlu, **Küreselleşme ve Kamu Hizmetleri**, Alfa Aktüel Yayınları, Bursa, 2005, s.55.

¹⁰⁸ Alan Greenspan, "The Globalization of Finance", **Coto Journal**, Vol.17, No.3, Winter 1998, p.243.

kısmını oluşturmaktadır. Dolayısıyla maliyet azalması, teknolojik ilerlemelerin genel olarak işlemlerin etkili bir biçimde gerçekleşmesine imkân tanınmasının yanı sıra uluslararası işlemlerde motive edici bir unsur olmuş, maliyetlerin caydırıcı olmasını engellemiştir¹⁰⁹.

Belirtilen bu gelişmeler sonrasında uluslararası finansal piyasalar küresel ölçekli bir nitelik kazanmıştır. Çok büyük miktarlarda sermaye, saniyeler içerisinde bir ülkeden başka bir ülkeye akabilmektedir. Amerikan Merkez Bankası FED'in yaptığı açıklamalar başka ülkelerin faiz oranlarını, para ve sermaye piyasalarını etkileyebilmekte, bu piyasalarda işlem yapanların kayıp veya kazanç yaşamalarında belirleyici olabilmektedir. Tüm bu sayılanları iletişim ve bilgisayar teknolojisinde yaşanan gelişmeler mümkün kılmaktadır¹¹⁰.

D. FİNANSAL YENİLİKLER

1970'li yıllardan itibaren finansal piyasalardaki kurumlar ve bireyler büyük çaplı değişikliklerle karşılaşmışlardır. Enflasyon ve faiz oranındaki yükselme ve bunun bir sonucu olarak tahminin giderek güçleşmesi finansal piyasalardaki talep yapısını değiştiren bir unsur olmuştur. Bilgisayar teknolojisindeki ilerleme ise arz cephesinin değişmesine neden olmuştur. Ayrıca birçok finansal kurum geleneksel fonlarla çalışmanın karlılığını yitirdiğini fark etmişlerdir. Bu durumda finansal kurumların yeni ekonomik şartlarda ayakta kalabilmeler için müşteri ihtiyacını karşılamaları ve yeni finansal araçlar geliştirmenin gerekliliği anlaşılmıştır. Bu süreç finansal mühendislik olarak da adlandırılmaktadır¹¹¹. Finansal yenilik sözcüğü dar ve geniş anlamda olmak üzere tanımlanabilir. Dar anlamda finansal yenilik, finansal araçlarda meydana gelen değişiklik ve/veya gelişmeler şeklinde ifade edilebilir. Geniş anlamda ise, finansal sistemin piyasa, kurumlar, araçlar ve düzenlemeler gibi tamamında veya herhangi bir bileşeninde meydana gelen değişiklik ve/veya gelişmeler biçiminde tanımlanmaktadır¹¹².

1970'lerden itibaren ortaya çıkan enflasyonist süreç, artan fiyatlar ve faiz oranları sistemdeki riskleri yükseltirken, Bretton Woods sisteminin çöküşü hem uluslararası para sistemini belirsiz hale getirmiş, hem de kur riskinin artmasına yol açmıştır. Makroekonomideki bu değişiklikler, riskleri artmış ekonomik birimlerin, mevcut kurumsal ve yasal çerçeveye kazançlarını arttırmalarını zorlaştırmıştır. Bankalar hem bu risklerden hem

¹⁰⁹ Alp, a.g.e., ss.105-106

¹¹⁰ Eroğlu - Albeni, a.g.e., ss.31-32

¹¹¹ Mishkin, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, s.240.

¹¹² Cristian Ionescu, "Financial Instability and Financial Innovations", **Economy Transdisciplinarity Cognition**, Vol.15, No.2, 2012, p.31.

de regülasyon ve vergilerden kaçınabilmek adına yeni enstrümanlar yaratmaya çalışırken, diğer yandan da yasal sınırlara tabi olmayan bankacılık kesimleri de gelişmeye başlamıştır.

Teknolojik ilerlemeler de finansal yeniliklerin ortaya çıkmasında önemli rol oynayan bir diğer faktördür. Finansal yenilikler ürün şeklinde ortaya çıktığında ana etken enflasyon ve faiz oranındaki değişiklik, süreç olarak ortaya çıktığında ise teknolojik gelişmelerdir. Otomatik para çekme makinaları, kişisel bilgisayarlar ile gerçekleştirilen finansal işlemler, swap, opsiyon ve futures gibi türev finansal ürünler teknolojik gelişmelerle birlikte gelen finansal yeniliklere örnek olarak verilebilir¹¹³.

Bütün bu faktörler birleştirildiğinde hem talep cephesinin isteğiyle, hem de arz tarafının yaratıcılığıyla, uygun şartların ve teknolojik imkânların da varlığıyla çok sayıda finansal yenilik yaratılmıştır. Talep yönünden bakıldığında gelir ve servetlerinde artışlar yaşayan müşterilerin gelir etkisiyle daha geniş bir finansal araç portföyü istemeleri kadar, faizlerdeki dalgalanmalara karşı daha fazla getirili, daha az riskli yeni ürünler istemeleri ve bu araçlara yönelmeleri teşvik edici olmuştur. Arz tarafındaki dürtü ise müşteriler henüz yararları için olabilecek bir yenilik düşünmezken ve bir talep de doğmamışken bilimsel araştırma ve geliştirme yapabilen firmaların ortaya yenilikler çıkarmalarıdır. Firmaları bu arayışlara yönelten de riskleri ve karlılığı azaltan sınırlamalardan kaçınmak ve regülasyonları etkisiz kılan yeni teknolojileri kullanma gücünü elde etmektir¹¹⁴.

Finansal serbestleşmenin yol açtığı finansal küreselleşme ve gelişen teknoloji sayesinde bu piyasalar ulusal boyuttan uluslararası boyuta ulaşmıştır. ABD’de başlayan bu yenileşme süreci hızla tüm dünya piyasalarına yayılmıştır. Eurodolar piyasaları, eurobondlar, döviz ve faiz oranı swapları gibi yeniliklerle ortaya çıkan finansal küreselleşme, ülkeler arasındaki finansal etkileşimin artmasını sağlamış, piyasaların hacmini genişleterek alternatif araçları daha da geliştirmiştir. Ancak bu durum yaşanan krizlerin bulaşıcılığını ve yayılmasını kolaylaştırmıştır. 1997 yılında yaşanan Asya Krizi ve 2008 yılında ABD’de başlayarak tüm dünyada hissedilen küresel kriz, bulaşıcılık ve yayılmaya örnek niteliğindeki krizlerdir¹¹⁵.

¹¹³ Eroğlu, a.g.m., s.21.

¹¹⁴ Yay, a.g.e., s.39.

¹¹⁵ Yay, a.g.e., s.39.

E. FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE FİNANSALLAŞMA

Bu başlıkta finansal serbestleşmenin ulaştığı nihai aşama olan finansal küreselleşme ve finansallaşma anlatılacaktır.

1. Finansal Küreselleşme

Finansal küreselleşme, dünya genelindeki birçok ülkenin finans piyasalarını kapsayarak küresel düzeyde tek bir finansal piyasa içinde entegre olmaları ve ülkeler arasındaki sermaye akımının hacminin artması olarak tanımlanabilir¹¹⁶.

Arestis ve Basu'ya göre finansal küreselleşme, ülkelerin finans piyasalarının birbirleriyle bütünleştiği bir süreci ifade eder. Buna göre finansal küreselleşme finansal sermayenin ulusal sınırları aşarak herhangi bir sınırlamayla karşılaşmadan özgürce hareket etmesi olarak da ifade edilebilir¹¹⁷. Ancak sermayenin bu söz konusu hareketliliğinin sağlanabilmesi için ülkelerin iç ve dış finansal serbestleşme politikalarıyla finans piyasaları üzerindeki kontrolleri kaldırmaları gerekmektedir¹¹⁸.

Finansal küreselleşme; finansal entegrasyonu da kapsayacak şekilde dünya genelindeki birçok ülke finans piyasasının küresel ölçekli tek bir finansal piyasa içerisinde birbirleriyle entegre olmalarını ve ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin artmasını ifade etmektedir. Bu entegrasyonun gerçekleştirilebilmesi için finansal serbestleşme politikalarıyla ülkelerin finans piyasaları üzerindeki kontrolleri kaldırmaları gerekir.

Finansal küreselleşme ile finansal entegrasyon arasında kavramsal bir ayrım bulunmaktadır. Tek bir ülkenin sermaye hesabını serbest hale getirerek uluslararası finansal piyasalara bağlanması finansal entegrasyon olarak tanımlanır. Ülkelerin kontrolleri kaldırma kaldırma yönündeki uygulamaları finansal küreselleşme için gerekli koşulun yerine getirilmesini sağlar. Finansal küreselleşmenin temel özellikleri; ulusal finans piyasalarını ayıran sınırlamaların ortadan kalkması, finansal piyasalar üzerindeki kontrol ve

¹¹⁶ Suat Oktar, Erkan Tokucu ve Zekai Kaya, **Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları**, Nobel Yayıncılık, İstanbul, 2012, s.64.

¹¹⁷ Philip Arestis - Santonu Basu, "Financial Globalization and Regulation", **The Levy Economics Institute Working Paper**, No.394, December 2003, p.1.

¹¹⁸ Sergio L. Schmukler, "Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries", **Economic Review**, Second Quarter, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2004, p.39.

sınırlandırmaların kaldırılarak uluslararası rekabete açılması ve uluslararası sermaye akımlarının ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finansal piyasalardaki rollerinin artması şeklinde ifade edilebilir¹¹⁹.

2. Finansallaşma

Finansallaşma ise dünya ekonomisine, son otuz yılda finansal egemenliğin ve finansal faaliyetlerin olağan üstü büyümesi ile damga vurmuştur¹²⁰. Finansallaşma ulusal ve uluslararası ekonomide finansal araçların, finansal piyasaların, finansal aktör ve kurumların rolünün giderek artması olarak tanımlanabilir. Daha geniş tanımda ise, finansallaşma, ülkelerin içinde ve arasında finansal araçların ve faaliyetlerin hacminin ve etkisinin artışı olarak tanımlanabilir.¹²¹

Arrighi bu süreci, rekabetçi kapitalizmin ardından ortaya çıkmış olan büyük ölçüde teknelci kapitalizmin, 1980’li ve 1990’lı yıllara gelindiğinde finansal araçların ağırlıkta olduğu bir ekonomiye dönüşmesi olarak ifade etmektedir¹²². Krippner’e göre finansallaşma; makroekonomide finansal varlıkların payının büyümesi ve yaratılan karların, herhangi bir fiziksel yatırım ve üretim artışı olmaksızın artması şeklinde tanımlanabilir.¹²³

Foster, ekonomide finansallaşmayı; iktisadi etkinliğin ağırlık merkezinin üretimden, finansal doğru kayması olarak tanımlarken¹²⁴, Yeldan, finansallaşmayı daha önceden yaratılmış olan mevcut değerlerin yeniden değerlendirilmesi olarak açıklamaktadır¹²⁵.

1980’li ve 1990’lı yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, tasarruf oranlarını ve yatırımlarını arttırmak, ülkelerine daha fazla yabancı kaynak çekmek gayesiyle finansal

¹¹⁹ Bilge Kağan Özdemir, **Finansal Küreselleşme ve Krizler, Seçkin Yayıncılık**, Ankara, 2013, s.65.

¹²⁰ Nuray Ergüneş, “Finansallaşma Döneminde Türkiye Ekonomisinin Küresel Bütünleşmesi”, **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**, Ed. Costas Lapavitsas, Çev. Tuncel Öncel, Yordam Kitap, İstanbul, 2009, s.299.

¹²¹ Cem Okan Tuncel, “Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler”, **Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler Sempozyumu**, Balıkesir, 2010, s.3.

¹²² Leo Panitch - Sam Gindin, “Kapitalizmde Krizler ve Bu Defaki Kriz”, **Bu Defaki Kriz**, Ed. Leo Panitch, Greg Albo ve Vivek Chibber, Çev. Umut Haskan, Yordam Kitap, İstanbul, 2012, s.25.

¹²³ Greta R. Krippner, “Financialization of American Economy”, **Socio – Economic Review**, Vol.3, No.2, 2005, p.174.

¹²⁴ John Bellamy Foster, **Kapitalizmin Malileşmesi ve Kriz**, Çev. Çiğdem Çıdamlı, Kalkedon Yayınları, İstanbul, 2008, s.45.

¹²⁵ Erinç Yeldan, “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve Kriz: Öğrenilenler ve Unutturulmak İstenenler”, **Kriz ve Türkiye Aşınan Teoriler**, Ed. Hale Balseven - Fuat Ercan, Phoenix Yayınevi, Ankara, 2013, s.99.

sistemlerini serbestleştirmişlerdir. Finansal serbestleşme, girişimcilere fon sağlama ve riskleri daha iyi yüklenebilecek gelişmiş yatırımcılara dağıtma vaadi sunmuştur. Buna göre nakit sıkıntısında olduklarından, pek çok şoka maruz kaldıklarından ve çeşitlilik gösteremediklerinden en çok gelişmekte olan ülkeler bundan fayda göreceklerdi¹²⁶. Bu kapsamda 1980’li yıllarda Türkiye, Meksika, Arjantin, Endonezya, Tayland ve Malezya gibi gelişmekte olan ülkeler finansal serbestleşme sürecine dâhil olmuşlardır¹²⁷. Fakat bu ülkelerin tamamı, ya finansal serbestleşmeye geçer geçmez ya da serbestleşmeye geçişinden kısa bir süre sonra ekonomilerinde kriz yaşadılar¹²⁸. Gelişmekte olan ekonomilerde son otuz yılda yaşanan krizlerin önemli bir bölümü, yabancı sermaye veya dış kaynak hareketlerinde ani bir yavaşlama, durma veya çıkışa yönelme olgularından kaynaklanmıştır¹²⁹. Nitekim Rodrik dış finansı “iyi gün dostu” olarak tanımlamaktadır. Ona göre dış finans, en az ihtiyaç duyulduğu anda orada olmasına karşın, faydalı olacağı anda ülkeyi terk etmektedir¹³⁰. Ayrıca serbestleşmenin genel olarak döviz ve finans krizlerinde katalizör vazifesi gördüğü ve gelişmekte olan ülkeler arasında hızlı bir bulaşmayı teşvik ettiği de görüldü¹³¹.

Finansal sistemlerini serbest hale getiren gelişmekte olan ülkeler, ani sermaye çıkışlarına karşı kendilerini korumak için uluslararası rezerv biriktirmeye, yani diğer bir deyişle dolar biriktirmeye zorlandılar¹³². Bu durum ABD gibi gelişmiş ülkelerin cari işlemler açığının finanse edilmesine hizmet etmiştir¹³³. Çünkü Çin gibi iyi performans gösteren gelişmekte olan ülkeler sermayeyi çekmekten ziyade gelişmiş ülkelere borç verdiler. ABD Hazine tahvillerinin en büyük alıcısı bu devlet oldu¹³⁴. Lapavitsas bu durumu; “Dünyanın yoksul ülkeleri, zor kazandıkları artıkları ABD finans piyasalarına göndermeye zorlanarak ABD hükümetini finanse ediyor, bunun karşılığında ise düşük getiriler sağlayarak balona destek oluyorlar” şeklinde ifade etmiştir¹³⁵.

¹²⁶ Rodrik, a.g.e., s.x.

¹²⁷ Arif Orçun Söylemez - Ahmet Yılmaz, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi-Büyüme İlişkisi”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.3, S.2, Aralık 2012, s.52.

¹²⁸ İzzettin Önder vd., **Türkiye’ de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993, s.71.

¹²⁹ Korkut Boratav, “Üç Krizde Dış Kaynak Hareketleri”, **Kriz ve Türkiye Aşınan Teoriler**, Ed. Hale Balseven - Fuat Ercan, Phoenix Yayınevi, Ankara, 2013, s.71.

¹³⁰ Rodrik, a.g.e., s.109.

¹³¹ Paineira, a.g.m., s.263.

¹³² Joseph Stiglitz, “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”, **World Development**, Vol.28., No.6, 2000, p.1081.

¹³³ Ergüneş, a.g.m., s.300.

¹³⁴ Rodrik, **Akıllı Küreselleşme**, s.x.

¹³⁵ Costas Lapavitsas, “Finansallaşmanın Krizi”, **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**, Ed. Costas Lapavitsas, Çev. Tuncel Öncel, Yordam Kitap, İstanbul, 2009, s.10.

Yaşanan istikrarsızlıklar sonrasında, finansal serbestleşme teorisini savunan iktisatçılar, sağlıklı bir finansal serbestleşme için bir takım ön şartlar ileri sürdüler. Bu şartlar; dış finansal serbestleşmeden önce iç finansal serbestleşmenin ve ticari serbestleşmenin sağlanması, makroekonomik istikrarın yaratılması, kamu mali disiplininin oluşturulması ve bankacılık sisteminin denetim altına alınması gibi önlemlerden oluşmaktadır¹³⁶.

Williamson ve Mahar bu kapsamda sağlıklı bir finansal serbestleşme için gereken ön koşulları¹³⁷:

- Sermaye kontrollerinin kaldırılmasından en az iki yıl önce ticari serbestleşmenin başlatılması,
- Kontrollerin kaldırılmasına kadar olan üç yıl içerisinde ortalama mali açığın gayri safi yurt içi hasılabın (GSYİH) %5'inden daha az olması,
- Deregölasyondan en az iki yıl önce, yurt içi finansal serbestleşmenin başlatılması,
- Deregölasyondan en az iki yıl önce yerli ve yabancı bankaların bankacılık sektörlerine girişinin serbest hale getirilmesi,
- Bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin, serbestleşmeden en az iki yıl önce %40'ın altına düşürülmesi ve piyasa esaslı bir finansal sisteme göre uyarlanmış, ölçülü bir düzenleme ve denetleme sisteminin oluşturulması olarak sıralamışlardır.

Finansal serbestleşme teorisini benimseyen iktisatçılar tarafından bu önlemlerin orijinal tezin eksikliklerini gidermede yeterli olacağı varsayıldı. Ancak daha sonra ortaya çıkan yeni istikrarsızlıklar, söz konusu önlemlerin yeterli olmadığını gösterdi¹³⁸.

¹³⁶ Philip Arestis, "Washington Consensus and Financial Liberalization", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.27, No.2, Winter 2004/2005, p.225.

¹³⁷ Williamson - Mahar, a.g.e., s.59.

¹³⁸ Arestis, a.g.m., p.225.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ VE FİNANSAL SERBESTLEŞME İLE İLİŞKİSİ

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin, finansal serbestleşme politikalarını hayata geçirmesinin ardından çoğunlukla finansa krizlerle karşılaşması bu politikaların yoğun şekilde eleştirilmesine neden olmuştur. Bu bölümde finansal krizlere ilişkin kavramsal açıklamaların ardından finansal serbestleşme ile finansal krizler arasındaki ilişki irdedecektir.

I. FİNANSAL KRİZ KAVRAMI VE TÜRLERİ

Bu başlıkta finansal kriz kavramı ve türleri, finansal kriz modelleri ve finansal krizlere ilişkin yaklaşımlar üzerinde durulacaktır.

A. FİNANSAL KRİZ KAVRAMI

Kriz sözcüğü Yunan ve Latin dillerinden gelmektedir. Yunan dilinde “krinein” kökünden gelen “krisis” sözcüğünün anlamı karar vermektir. Latince’de de kriz, Yunanca ile aynı anlama gelerek karar vermek şeklinde tanımlanmaktadır. Türk Dil Kurumu (TDK)’na göre kriz farklı anlamlarda kullanılmaktadır. Buna göre TDK kriz sözcüğünü; bir şeyin kıt bulunması ya da o şeye duyulan aşırı istek, ekonomik çöküntü ve daha geniş anlamıyla da bir ülkede veya ülkeler arasında, toplumun veya kuruluşun yaşamında görülen güç dönem, bunalım, buhran olarak tanımlamaktadır.

Ekonomik krizler teoride finansal ve reel krizler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Reel krizler, mal, hizmet veya iş gücü piyasalarında görülen büyük ölçekli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir. Bu tür krizler de kendi içerisinde enflasyon ve durgunluk krizi olarak sınıflandırılmaktadır. Enflasyon krizi, genel fiyat düzeylerindeki artışların belirli bir düzeyin üzerine ulaştığında ortaya çıkmaktadır. Durgunluk krizi ise, mal ve hizmet piyasasındaki hareketliliğin azalması sonucu görülmektedir¹.

¹ Aslan - Terzi, a.g.e., s.286.

Eğilmez'e göre kriz, tüketici talebinde ve firma yatırımlarındaki büyük oranlı düşüş, yüksek oranlı işsizlik ve sonrasında ise yaşam standartlarının gerilemesidir². Önder ise krizi, sistemin içsel dinamiklerinden kaynaklanan, uzun dönemli devinim mekanizmaları olarak tanımlamaktadır. Buna göre kriz, kapitalist dünyada güçlü kuruluşların, görece zayıf kuruluşları değersizleştirip, sistem dışına iterek güçlerini pekiştirme ortamıdır. Bu açıdan, bireylerin aleyhine olmasına rağmen giderek merkezileşen ve güçlenen sermayenin lehinedir. Başka bir ifade ile kapitalist sistemde krizler, sermayenin bunalımını ve sıkışıklığını aşma araçlarıdır³.

Finansal krizler ise, piyasaların etkin bir şekilde işleyişini zedeleyen ve reel ekonomi üzerinde büyük ölçekli olumsuz etkiler yaratabilen finansal piyasalardaki çöküşlerdir. Bankacılık veya bankacılık dışında kalan finansal kesimin borç problemlerini içerir. Bankacılık kesimine ilişkin bir ödeyememe durumundan kaynaklanabildiği gibi bazen tam tersi bir biçimde bankacılık krizini de teşvik edebilir. Büyük çoğunlukla aktif varlık fiyatlarındaki çöküşlerle belirginleşir⁴. Yani krizler, finansal kesimden başlayıp reel kesimi vurabileceği gibi, reel kesimden başlayarak finansal kesimi de vurabilmektedir.

Bir başka tanıma göre finansal kriz, varlık fiyatlarında keskin bir düşüş, banka ve/veya banka dışı finansal kurumların iflası, makroekonomide deflasyonist eğilimler, döviz piyasalarının bozulması hadiselerinden birinin ya da tüm kombinasyonlarının yaşanmasıdır. Çünkü sayılan olayların tamamı ekonomide toplam talebi azaltmaktadır⁵.

Eroğlu ve Albeni finansal krizi, piyasaların ekonomide kendisinden beklenen işlevleri yerine getirememesi hali olarak tanımlamaktadır. Buna göre ülke içindeki tasarrufların reel ekonomiye kazandırılmasında aracı olan bankacılık sisteminin yükümlülüklerini yerine getirememesi, menkul kıymet piyasalarındaki varlık fiyatlarının hızla düşmesi, merkez bankalarının mali piyasaları yönlendirici fonksiyonunun ve elindeki para politikası araçlarının yetersizliği ya da etkinsizliği gibi birçok neden finansal kesimden kaynaklanan ekonomik krizlere yol açmaktadır⁶.

² Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, 8.b., Remzi Kitabevi, İstanbul, 2011, s.48.

³ İzzettin Önder, "Ekonomik Kriz" **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Yıl:7, S.41, Eylül-Ekim 2001, s.46.

⁴ Yay, a.g.e., s.447.

⁵ Frederic S. Mishkin, "Anatomy of a Financial Crisis", **Journal of Evolutionary Economics**, No.2, 1992, p.116.

⁶ Eroğlu - Albeni, a.g.e., s.98.

Kibritçioğlu'na göre finansal kriz, döviz ve hisse senedi gibi finans piyasalarındaki Şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde, geri dönmeyen kredilerin aşırı derecede artmasıyla birlikte yaşanan ciddi ekonomik problemler olarak tanımlanabilir⁷.

Eichengreen ve Portes ise, finansal krizi, finansal sistemde varlık fiyatlarının düştüğü, aracı kurum ve borçluların, borçlarını ödeyemez hale geldiği durum olarak nitelemektedir. Bu noktada finansal sistem, ekonomide fon tahsis edemez hale gelerek adeta alt üst olmaktadır. Finansal krizler çoğunlukla ulusal sınırları aşarak, uluslararası finans piyasalarına sıçramakta ve uluslararası boyut kazanmaktadır⁸.

Mishkin'e göre finansal kriz, finansal piyasalarda ahlaki tehlike ve ters seğimin artması nedeniyle piyasanın yapısının bozulması ve bu nedenle piyasanın en temel işlevi olan yatırım iēin fon talep edenlerle, fon arz edenleri buluŐturma görevini yerine getirememesidir⁹.

Kindleberger ise finansal krizi, Raymon Goldsmith'in "finansal kriz güzel bir kadın gibidir, tanımlaması zordur fakat karŐılaŐınca anlarsınız." tanımından yola ııkarak, kısa vadeli faizler, varlık fiyatları, ticari iflaslar ve finansal kurumların başarısızlıkları gibi finansal göstergelerin tümünün ya da büyük kısmının keskin, kısa ve ultra-döngüsel Şekilde bozulması olarak tanımlamaktadır¹⁰.

Bordo'ya göre finansal kriz, beklentilerde bir değişim, finansal kurumların iflasından duyulan korku, gayrimenkul veya likit olmayan varlıkların paraya ıevrilme teŐebbsdr¹¹. Mishkin'e göre finansal sistemde, krizlere neden olan ve ekonomiyi genel denge seviyesinden ayırarak, yatırım iēin ihtiyaē duyulan fonları tahsis etmesini engelleyen beş temel faktör vardır. Bunlar; faiz oranlarında artış, hisse senedi piyasalarında ıkŐ, belirsizlikte artış, banka panikleri ve toplam fiyat seviyesinde yaşanan öngörülemeyen dŐuŐlerdir¹².

Görüldüğü üzere finansal krize ilişkin ıok ıeŐitli tanımlamalar yapılmıştır. Bu durum yaşanan finansal krizlerin farklı türde olmasından ileri gelmektedir.

⁷ Aykut Kibritçioğlu, "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz zel Sayısı**, Yıl:7, S.41, Eylül-Ekim 2001, s.175.

⁸ Barry Eichengreen - Richard Portes, "The Anatomy of Financial Crises", **NBER Working Paper Series**, No.2126, January 1987, pp.1-2.

⁹ Frederic S. Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series**, No.8087, January 2001, p.3.

¹⁰ Charles P. Kindleberger, **Cinnet, Panik ve ıkŐ; Mali Krizler Tarihi**, ıev. Halil Tunalı, 2.b., İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2008, s.9.

¹¹ Michael D. Bordo, "Financial Crises: Lessons from History", **5. Uluslararası Gardens Finans Konferansı**, 1987'den Aktaran; Kindleberger, a.g.e., s.9.

¹² Frederich S. Mishkin, "Anatomy of a Financial Crisis", p.118.

B. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Finansal sistemde yaşanan krizlerin türleri ile ilgili literatürde çeşitli sınıflandırmalar yapılmaktadır. Ancak yaygın sınıflandırmaya göre finansal krizler dört başlıkta incelenmektedir. Bunlar; para krizleri, bankacılık krizleri, borç krizleri ve sistemik finansal krizlerdir. Çalışmada da bu sınıflandırma esas alınmıştır.

1. Para Krizleri

Para krizleri dövize hücum şeklindeki bir spekülative atağın sonucunda, döviz kurunun aşırı yükselmesi ve kur rejiminin çökmesi olarak ifade edilebilir¹³. Bu tür krizler, ülke parasının yabancı paralar cinsinden değeri üzerindeki spekülative bir atağın bir devalüasyonla sonuçlanması halinde veya ülke otoritelerinin uluslararası rezervlerin hacmini arttırarak ve faiz oranlarını yükselterek, ülke parasını savunmaya zorlandıkları durumda meydana gelir. Genellikle sabit veya yarı sabit döviz kuru standartları altında veya para kurulu uygulamasında ya da ülke parasından kaçış anında ortaya çıkar¹⁴. Para krizleri, döviz krizi ve ödemeler dengesi krizi şeklinde ikili bir ayrıma tabidir. Sabit döviz kuru altında yaşanan para krizleri ödemeler dengesi krizi diye adlandırılırken, esnek kur sistemi altında yaşanan krizler döviz krizi olarak ifade edilmektedir¹⁵. 1992 Avrupa para krizi (ERM krizi), 1994 Meksika Krizi, 1997 Asya krizi, 2001 Türkiye krizi para krizlerine başlıca örneklerdir.

Para krizleri yoğun bir biçimde yayılma özelliğine sahiptir. Örneğin Asya Krizi sırasında, Tayland'da başlayan spekülative atak, son derece hızlı bir biçimde bölgedeki diğer ülkelere yayılmış ve bu ülkelerde krizi tetiklemiştir. Ayrıca bir ülkedeki istikrarsızlığın diğer bir ülkeyi etkilemesinden bağımsız olarak uluslararası yatırımcının beklentileri de para krizlerinde önem arz etmektedir.

Yatırımcı bir grup ülkeyi, dini, tarihi, kültürel vb. gibi çeşitli nedenlerle aynı kategori içerisine dâhil ediyorsa, bu ülkelerden birinin krize girmesi ile yatırımcılar, fonlarını bu gruba soktukları diğer ülkelerden de hızla çekerler. Örneğin Latin Amerika krizi, Meksika, Arjantin ve Brezilya gibi birçok ülkeyi etkilemesine rağmen, Latin Amerika ülkeleri ile ekonomisi iç içe geçmiş ve yoğun biçimde etkileşim içerisinde olan Filipinler'i etkilememiştir. Bunun en

¹³ Fatih Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, 3.b., Doğan Kitap, İstanbul, 2011, s.19.

¹⁴ Yay, a.g.e., s.447.

¹⁵ Kibritçioğlu, a.g.m., s.175.

temel nedeni, uluslararası yatırımcının Filipinler’i Latin Amerika ülkeleri içerisinde görmemeleridir. Ancak Asya Krizi, Filipinler’i ciddi bir biçimde etkilemiştir. Bu ise, uluslararası yatırımcının Filipinler’i Asya ülkeleri içerisinde görmesinden kaynaklanmaktadır¹⁶.

2. Banka Krizleri

Büyük çoğunlukla bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyip ertelemelerine yol açan banka başarısızlıkları ve banka iflaslarının yaşandığı durumları ifade etmektedir. Mudilerin, mevduatların kendilerine ödenmeyeceği korkusuyla bir veya daha fazla bankaya hücum etmeleri durumunda veya hükümetlerin bu durumu önlemek için banka kurtarmaları ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlarda veya geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı halinde söz konusu olur¹⁷. Banka krizlerine yol açan nedenler farklılık arz etmektedir. Bankaların sorumsuzluğu, bankacılık sisteminin zayıflığı, finansal piyasaların kırılganlığı, ülkelerin izlediği ulusal kur politikaları ve ahlaki tehlike banka krizlerine davetiye niteliğindedir. Ayrıca bankacılık sektörünün ülkeler arasındaki farklılığı, kurumsal ilişkileri, mülkiyet yapısı, ölçek farklılıkları, sektörel yoğunlaşma, sistemsel denetim, uluslararası standartların varlığı ve teknolojik alt yapı gibi özellikler de krizlerin ortaya çıkmasında önemli rol oynamaktadır¹⁸.

1970’li yıllardan önce sermaye kontrolleri ve bir takım kısıtlamalar nedeniyle bankacılık krizleri yaygın değilken, 1970’lerden sonra finansal serbestleşme süreciyle birlikte bu krizlerin görülme sıklığı da artmıştır¹⁹.

Banka krizleri, para krizlerinin ortaya çıkışıyla yoğun bir paralellik gösterir. Çoğu kez bir para krizi aynı zamanda bir banka krizine neden olurken tam tersi de geçerlidir²⁰. Para krizleri ve banka krizlerinin aynı anda yaşandığı durum “ikiz kriz” olarak adlandırılmaktadır.

¹⁶ Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, 2.b., Der Yayınları, İstanbul, 2011, s.86.

¹⁷ Yay, a.g.e., s.447.

¹⁸ Ahmet Turgut, “Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler; Türkiye Örneği”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya, 2006, s.87.

¹⁹ Güven Delice, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.20, Ocak-Haziran 2003, s.61.

²⁰ Cemil Varlık, “İkiz Krizler: Para Krizleri ile Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, S.42-43, 2002, s.166-170.

Bu nedenle, bir önceki başlıkta para krizine örnek olarak gösterilen finans krizleri aynı zamanda bankacılık krizlerine de örnek teşkil etmektedir.

3. Borç Krizleri

Borç krizleri, iç borç krizleri ve dış borç krizleri şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Dış borç krizleri, bir ülkenin, dış borç yükümlülüklerini kesin olarak yerine getirememesini içermektedir. Yani, çoğunlukla bir başka ülkenin yasama onayı altında çıkarılmış, tipik olarak yabancı para cinsinden ve genel olarak yabancı kredi kurumlarının verdiği bir kredi ödemesinin yerine getirilemediği durumu ifade etmektedir. İç borç krizlerinin tanımı literatürde oldukça sınırlı olmakla birlikte, dış borç krizleri için verilen tanım geçerlidir. Ek olarak, banka mevduatlarının dondurulmasını ve/veya bu tür mevduatların zorla dolardan yerel paraya çevrilmesini de kapsamaktadır²¹.

Dış borç krizlerine ilişkin dört temel özellik söz konusudur. Birincisi kriz, bir ülkenin dış borç geri ödeme miktar veya vadelerindeki yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğinin beyanı ile başlamış kabul edilmektedir. Bu tanım dikkate alındığında aksama sürekli değil, geçici ve bir döneme ait olabilir. İkincisi, borçlu ülke, dış borcu geri ödeme kapasitesi olduğu halde yükümlülüğünden kaçınıyor olabilir. Ülke kıt kaynaklarını üretim ve yatırım gibi alanlara tahsis ederek, cezai yaptırımına da katlanmak suretiyle, dış borç ödemelerini askıya alabilir. Üçüncüsü, borçlu ülkenin borcunu ödeyemeyeceğini beyan etmesi her zaman krizi başlatacağı anlamına gelmez. Çünkü bu tip sorunlar genellikle borçlu ve alacaklılar arasında üçüncü taraflara duyurulmadan, yeniden vadelenendirme ve bir miktar cezai yaptırımlarla tekrar düzenlenmektedir. Dördüncüsü, bazen tek bir ülkede yaşanan likidite problemleri, tüm dünya finans sisteminde önemli derecede olumsuz etkide bulunabiliyorken, dış borç krizine giren bir ülkenin olumsuz etkileri çoğunlukla borçlu ve alacaklı taraflar arasında sınırlı kalmaktadır²².

1982 yılında Arjantin ve Meksika'nın moratoryum ilan etmesiyle başlayan Latin Amerika krizi ve son olarak Avrupa borç krizi konuya verilebilecek başlıca örneklerdir.

²¹ Carmen M. Reinhart - Kenneth S. Rogoff, **Bu Defa Farklı: Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi**, Çev. Levent Konyar, NTV Yayınları, İstanbul, 2010, ss. 59-60.

²² Ömer Veysel Çalışkan, "Uluslar Arası Finansal Krizler", **Ekonomik Yaklaşım**, S.49, C.14, 2003, ss.225-226.

4. Sistemik Finansal Krizler

Birkaç finansal kuruluşun, eş zamanlı ve benzer biçimde yaşadıkları buhranın, kısa süre içerisinde tüm finansal sisteme yayılması ve bunun sonucunda finansal kuruluşların sermayelerinin büyük ölçüde erimesi, finansal varlıkların fiyatlarının ciddi miktarda düşmesi olarak tanımlanabilir. Bu krizler genellikle kamunun büyük miktarda kaynak aktarmasını gerekli kılmaktadır. Söz konusu krizlerin en büyük nedenini, banka panikleri, son kredi merciinin olmaması ya da piyasaya likidite sağlamakta geç kalınması, denetim ve şeffaflığın sağlanamaması oluşturmaktadır²³.

Şiddetli finans krizlerinin tek başına görülme olasılığı oldukça düşüktür. Söz konusu krizler, resesyon yaratmaktan ziyade resesyona derinleştirme mekanizmalarıdır. Üretimin büyümesinde servetlerin ters yüz edilmesi, banka kredilerinde bir dizi borç ödeyememe durumuna, üretimde düşüslere ve geri ödeme sorunlarına yol açacak olan öteki bazı banka kredilerinde sözlerin tutulmamasına neden olacaktır²⁴. Aynı zamanda bir kriz türü, diğer kriz türünün tetikleyicisidir. Özellikle para krizleri ile bankacılık krizlerinin kesin olarak ayrımının yapılması zordur ve bu krizler birbirlerini tetikleme anlamında yakın ilişki içerisinde. Para ve bankacılık krizleri, genellikle tüm finans sistemini etkisi altına alarak sistemik finans krizlerini doğurmaktadır. 2008 yılında ABD’de başlayan finansal kriz ABD finansal sistemini bütünüyle etkisi altına almış ve oradan küresel bir krize dönüşmüştür. Bu haliyle 2008 küresel finansal krizi tam anlamıyla sistemik bir finansal krizdir.

C. FİNANSAL KRİZ MODELLERİ

Finansal kriz modelleri, yaşanan krizleri açıklamaya yönelik olarak geliştirilmiş modellerdir. Literatürde kabul edilen üç tür model söz konusudur. Bunlar birinci nesil kriz modelleri, ikinci nesil kriz modelleri ve üçüncü nesil kriz modelleridir.

²³ Emre Ergungor - James B. Thompson, “Systemic Banking Crises”, **Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Papers**, No.9, February 2005, pp.2-3.

²⁴ Reinhart - Rogoff, a.g.e., s.204.

1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

Kanonik kriz modelleri ya da spekülâtif atak modelleri olarak da isimlendirilen birinci nesil kriz modelleri, Krugman (1979) tarafından Latin Amerika'da 1970'li ve 1980'li yıllarda yaşanan krizleri açıklamaya yönelik geliştirilmiştir. Söz konusu model Salant ve Handerson'un (1978) tükenebilir mallar üzerine yaptıkları çalışmadan uyarlanmıştır. Kanonik kriz modelleri daha sonra Flood ve Garber (1983) tarafından geliştirilerek modern halini almıştır.

Salant ve Handerson'un tükenebilir mallar piyasasına ilişkin çalışmalarında; tükenebilir bir mal için sabit bir fiyat belirlenmesi durumunda, söz konusu mala kaçınılmaz şekilde spekülâtif bir atağın başlayacağını ifade etmişlerdir. Devletin elinde, bu malın fiyatını savunmak için bir miktar stok bulunmalıdır²⁵. Yazarlar çalışmayı altın piyasası üzerinden örneklemiştir. Altın da tükenebilir bir mal olduğu için fiyatının sabitlenmesi durumunda altına yönelik spekülâtif bir atak başlayacak, bunun karşılığında devlet altının fiyatını korumak için elindeki stokları açığa satacaktır. Onlara göre sistem sürdürülebilir değildir. Çünkü söz konusu mal tükenebilir olduğuna göre devletin elindeki stoklarda sınırlıdır. Modelde, spekülâtorlerin ataklarının devletin elindeki stoğun bitebileceğini fark ettikleri anda başlayacağı belirtilmiştir²⁶.

Krugman, kanonik modelde sabit döviz kurunun uygulandığı rejimlerde, dövize yönelik başlayan spekülâtif ataklara karşı yerli para biriminin savunulması durumunda, devletin elindeki döviz rezervlerinin tükenebileceğini, borçlanma limitine yaklaşılacağını ve enflasyon sorunuyla karşılaşılacağını belirtmiştir. Buna göre mevcut kur, rezerv kısıtı nedeniyle savunulamaz hale geldiğinde, bir para kriziyle karşı karşıya kalınmaktadır²⁷.

Birinci nesil kriz modellerinin en önemli nedeni, uygulanan yanlış ekonomi politikalarıdır. Genel olarak sabit döviz kuru rejimiyle uyum olmayan makro politikalar söz konusudur. Hükümetin verdiği bütçe açıkları emisyon yardımıyla finanse edilmektedir. Yaşanan parasal genişleme, enflasyona neden olmakta ve makroekonomik görünümü bozmaktadır. Bunun sonucunda yerli paradan kaçış ve dövize yönelik bir spekülâtif atak

²⁵ Stephen W. Salant - Dale W. Henderson, "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold", **The Journal Political Economy**, Vol.86, No.4, August 1978, pp.644-645.

²⁶ Salant - Handerson, a.g.m., pp.629-630.

²⁷ Paul Krugman, "A Model of Balance-of-Payment Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.11, No.3, August 1979, p.311.

başlamaktadır. Modele bu açıdan bakıldığında, makroekonomik göstergelerde meydana gelen değişiklikler sayesinde kriz, hem kaçınılmaz hem de öngörülebilirdir.

Krugman'a göre parasal bir spekülasyon atak, yatırımcıların portföylerindeki yerli para birimi oranının azaldığı, yabancı para biriminin ise arttığı değişiktir. Bu portföy değişikliği, döviz kuru rejiminin terk edilmesi ve kurun yükselmesi ile sonuçlanmaktadır. Spekülasyon ataklar, mevcut döviz kuru rejimi altında, yatırımcının maksimum fayda sağlama güdüsünün doğal bir sonucudur²⁸. Burada spekülasyon açısından herhangi bir risk söz konusu da değildir. Çünkü yatırımcının sabit bir kurdan döviz satın alırken kaybetme ihtimali yoktur. Şöyle ki; spekülasyon atak sonucu merkez bankası, rezerv yetersizliği nedeniyle kur oranını koruyamazsa, ya sabit kur rejimi terk edilecek ya da devalüasyon gerçekleşecektir. Böyle bir durumda spekülasyon, kur oranının yükselmesi nedeniyle kazançlı çıkacaktır. Eğer merkez bankası kuru savunmada başarılı olursa, kur oranı aynı düzeyde kalacaktır. Yani yatırımcı döviz aldığında fiyattan satabilecektir.

Birinci nesil kriz modelinin en önemli eksikliği, devletin elinde döviz kurunu korumak için tek bir aracın olduğunu varsaymasıdır. Yani modelde, spekülasyon atağa yalnızca rezervlerde bulunan dövizin satışı ile cevap verilmektedir. Oysa bunun dışında, açığa menkul kıymet satışı, faiz artırımı gibi çeşitli müdahale araçları da mevcuttur²⁹.

2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

İkinci nesil kriz modelleri, birinci nesil kriz modellerinin 1992 yılında Avrupa Para Sistemi'ne (ERM) üye devletlerin yaşadığı krizi açıklayamaması sonrasında Obstfeld (1986, 1994) tarafından geliştirilmiştir.

1992 ERM krizi, 1970'li ve 1980'li yıllarda Latin Amerika'da meydana gelen krizlerden çeşitli yönleriyle ayrılmaktadır. Öncelikle bu kriz, birçok politik ve ekonomik sorun yaşamakta olan üçüncü dünya ülkelerinde değil, aksine dünyanın en gelişmiş bölgelerinden birinde ortaya çıkmıştır. Kuzey Avrupa Ülkeleri'nde gerek politik, gerekse ekonomik açıdan Latin Amerika ülkelerinde yaşanan sorunların hemen hemen hiç birisi yaşanmamıştır. Yüksek oranlı cari açık, aşırı borç yükü, yüksek enflasyon gibi sorunları yaşamayan Kuzey Avrupa ülkeleri ayrıca borçlarını parasallaştırmak gibi bir zorunluluk

²⁸ Krugman, a.g.m., p.312.

²⁹ Krugman, a.g.m., p.324.

duymamışlardır. Gerek ulusal finansal piyasaların oldukça kuvvetli ve derin olması, gerekse de dış finansal piyasalara rahatça ulaşabilmeleri bu ülkelerin borçlanma konusunda bir zorlukla karşılaşmamalarını sağlamıştır. Tüm bunlara ilave olarak yüksek oranlı döviz rezervleri yine bu ülkeleri Latin Amerika ülkelerinden ayırmaktadır³⁰.

Kendi kendini doğrulayan bekleyişler olarak da adlandırılan ikinci nesil krizler, çoklu denge modeline dayanmaktadır. Para politikası, sabit döviz kuru ile uyumlu olsa bile, yatırımcılar güçlü bir atağın mevcut politikada değişikliklere yol açacağını düşündüklerinde, temel makro göstergelerin bozularak sabit döviz kuru ile uyumsuz hale geleceği beklentisine girerler. Bu noktada birinci nesil kriz modellerinden farklı olarak devlet, döviz kurunu savunabilecek güçlü rezervlere sahiptir. Ancak bu müdahalenin yüksek faiz ve yüksek işsizlik oranı gibi maliyetleri olacaktır. Bunu fark eden piyasalar, sabit döviz kuru sisteminin terk edileceği ya da devalüasyon gerçekleşeceği düşüncesine kapılırlar. Bu durumda, spekülasyon saldırıları kendi kendini besleyen davranışlar halini alacaktır³¹.

ERM krizi üzerine sürdürülen tartışmada merkezde yer alan konulardan bir tanesi de spekülasyon George Soros'un Pound'a karşı başlattığı ataktır. Soros'un İngiltere'nin, kuru korumayı başarabilecek olsabilesi, işsizlik ve ekonomik küçülme konusundaki hassasiyeti sebebiyle bunu yapmayı tercih etmeyeceği şeklindeki öngörüsüyle Pound'a karşı bir atak başlatması ve bu atağın sonucunda ülkenin para krizine girmesi, birçok ekonomist tarafından "Böyle bir atak olmasaydı yine de kriz meydana gelecek miydi?" sorusunun sorulmasına neden olmuştur. Krizin kendi kendini doğruladığı varsayılırsa, buradan dünyadaki her ülkenin kriz tehlikesi altında olduğu ve ekonomideki gelişmelerin reel temellerden daha çok bazı spekülasyonların hareketlerine göre şekillendiği sonucuna varılabilir³².

Bir ekonomi, sağlam makroekonomik temellere sahip olsa bile yatırımcılar ülkenin döviz kurunu terkedeceğine inanıyorlarsa yapılan atak ülkeyi gerçekten de böyle bir noktaya sürükleyebilecektir. Buradan hareketle ülkeler, sağlam ekonomik temeller kurmakla birlikte, kamuoyunda olumlu bekleyişler oluşturmakla da ilgilenmek zorundadırlar. Buna göre, meydana gelen bir ekonomik krizin gerçekten ekonomik nedenlere mi dayandığı, yoksa bozulan bekleyişlerle mi ilişkili olduğu önem arz etmektedir.

³⁰ Zeynep Karaçor - Volkan Alptekin - Korhan Gökmenoğlu, **Finansal Kriz Üzerine Öngörülebilirlik ve Politikalar**, Çizgi Kitabevi, Konya, 2012, s.47.

³¹ Nestor Adrian Amado - Ana Maria Cerro - Osvelo Meloni, "Currency Crises in Argentina An Empirical Investigation", <http://www.aep.org.ar/anales/works/works2004/Amado-Cerro-Meloni-04.pdf>, (07.07.2014), p.4.

³² Karaçor – Alptekin – Gökmenoğlu, a.g.e., s.51.

Model için tek çözüm yolu kur sisteminden vazgeçilmesi değildir. Alternatif olarak, yatırımcıların devalüasyon ve risk primlerinde değişiklik beklemedikleri durumlarda sabit kur korunmaya devam edilebilir. Yani devalüasyon olmayacak beklentisi geçerli olur. Özetle koşullar sabitken, piyasadaki yatırımcıların beklentilerindeki değişimler bir ekonomideki para istikrarını ortadan kaldıran veya kaldırmayan durumları yaratabilmekte, böylelikle bir krizin ortaya çıkıp çıkmamasında önemli rol oynamaktadır³³.

İkinci nesil modellerin genel olarak dünya finans piyasalarına daha iyi uyduğu ifade edilebilir. Ancak analizin temelini oluşturan güven kaybının ve beklentilerdeki değişmelerin nedenlerine ilişkin yeterli bir açıklama sağlayamamaktadır³⁴.

1992 ERM krizini açıklamakta başarılı olan ikinci nesil kriz modelleri, 1997 Asya krizini açıklamakta başarısız olmuştur. Bunun nedeni; krizin yaşandığı ülkelerde bütçe açıkları, yüksek enflasyon ve işsizlik gibi faktörlerin bulunmayışı, krizden önce ekonominin hem finans kesiminde, hem de reel kesiminde büyük bir canlılık yaşanması ve krizin çıkışında araçların rol oynaması gösterilmektedir.

3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Asya krizini açıklayan modeller olarak da adlandırılmaktadır. Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin, Asya ülkelerinde ortaya çıkan krizi açıklayamaması sonrasında gündeme gelmiştir. Güney Doğu Asya ülkeleri, krizden önceki yıllarda, özellikle 1980'li yıllarda ve 1990'ların başında, başarılı bir ekonomik büyüme süreci yaşamış ve bu başarı iktisatçılar tarafından "Asya mucizesi", bu mucizeyi başaran ülkeler ise "Asya kaplanları" olarak ifade edilmiştir. Japonya, Malezya, Güney Kore, Endonezya ve diğer ülkeler yıllık ortalama olarak %9 büyüme oranına sahip olmuşlardır. Bu büyüme oranları, ABD ve diğer gelişmiş batı ülkelerindeki büyüme oranlarının oldukça üzerindedir. Yüksek büyümenin yanı sıra düşük işsizlik düzeyi ve zengin-yoksul farkının düşüklüğü, performansın diğer özelliklerini göstermektedir. Ancak 1997 yılından itibaren tablo tersine dönmüştür.

³³ Paolo Pesenti - Cedric Tille, "The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction", **Economic Politic Review Federal Reserve Bank of New York**, Vol.6, No.3, September 2000, p.6.

³⁴ Turan Yay - Gülsün Gürkan Yay - Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İTO Yayınları, İstanbul, Aralık 2001, s.25.

Tayland'da, halkın ve yatırımcının elindeki yerel para birimini dolara çevirmesi, dolar cinsinden dış borçların pahalı hale gelmesi ve ayarlanabilir sabit kur sistemine göre kendisini ayarlayan bankacılık sisteminin zora girmesi gibi gelişmeler, ekonomide topluca çöküş tehlikesini getirmiştir. Kriz, Tayland hükümetinin 1997 Ağustos ayında uluslararası yardım çağrısında bulunmasını zorunlu kılmıştır. IMF ve bölge ülkeleri 16 milyar dolarla Tayland finans sistemine yardımda bulunmuşlardır. Ülkede vergiler yükseltilmiş, 40 civarında finansal kurum kapatılmış, bankaların riskli kredi vermeleri önlenmiştir. IMF, krize geç müdahale ettiği gerekçesiyle başarılı olamamış ve eleştirilmiştir. Bölge ülkeleri ellerindeki dolar rezervlerini kullanarak, yerli paralarını piyasadan çekmeye başlamışlardır. Malezya, Endonezya ve Güney Kore gibi ülkelerin paraları %40 civarında değer kaybetmiştir. Japonya ve Hong Kong gibi ülkelerin borsalarında büyük kayıplar yaşanmıştır. Dow Jones endeksi de bu krizden etkilenmiştir. Endonezya 43 milyar dolar, Güney Kore 57 milyar dolarlık dış destekle IMF koordinatörlüğünde ekonomilerini tedavi etmeye çabalamışlardır³⁵. Eicheengren'e göre Asya Krizi'nden çıkarılabilecek en büyük ders, dış finansal serbestleşmenin felaket olarak nitelendirilebilecek yıkıcı sonuçlarının olduğudur³⁶.

Kriz öncesi ortaya konulan tablodan görüldüğü üzere, üçüncü nesil krizlerde, ne kanonik modelde incelenen sabit kur altında yüksek enflasyon, ne de ikinci nesil kriz modellerinin ön gördüğü işsizliğin yaratacağı maliyet ile kuru korumanın maliyeti arasındaki değiş tokuş bu ülkeler için söz konusu değildir³⁷. Birinci nesil ile ikinci nesil kriz modellerinin bileşimi olarak da ifade edilen üçüncü nesil modellere göre finansal krizlerin ortaya çıkışında, "krony kapitalizm" olarak isimlendirilen, hükümet ile büyük şirketler arasındaki gayri meşru ilişkiler büyük rol oynar. Bu modeller birinci nesil kriz modellerindeki, büyük bütçe açıklarına neden olan savurgan kamu harcamalarının yerine krony kapitalizmi koyar. Ayrıca aktif fiyatları ve ekonomideki ciddi daralmaları açıklamak için ikinci nesil modelleri de göz önünde bulundurur. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde devlet banka veya şirketlerin borçlarına doğrudan veya dolaylı şekilde garanti verir. Ancak denetim eksikliği nedeniyle ahlaki tehlike problemi ile karşılaşılır. Alınan borçların marjinal ve düşük verimlilikteki yatırımlara yönelmesi, maliyetini devletin üstlendiği sermaye kayıplarına neden olacaktır. Yaşanan negatif dışsal şoklar, kayıpları daha da arttırarak, geri dönmeyen kredilere, banka iflaslarına, sermaye kaçışlarına ve ekonomik daralmaya neden olacaktır. Üçüncü nesil

³⁵ Metin Toprak, **Küreselleşme ve Kriz; Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2001, s.113.

³⁶ Barry Eichengreen, "Three Generations of Crises, Three Generations of Crisis Models", **Journal of International Money and Finance**, Vol.22, No.7, 2003, p.1091.

³⁷ Karaçor - Alptekin - Gökmenoğlu, a.g.e., s.53.

kriz modellerinde, para ve bankacılık krizlerinin olduğu kırılmalı bir finansal yapının, krizlerin oluşmasındaki rolü vurgulanmaktadır³⁸.

Sonuç olarak üç nesil kriz modeli, finansal krizlerin oluşumuna zemin hazırlayan dört temel faktöre vurgu yapmaktadır. Bu faktörler; kamu ve özel sektörün aşırı borçlanması, finansal piyasaların kırılmalı ve kırılmalı boyutu, spekülasyonun başarı olasılığı ve finansal piyasalardaki ahlaki tehlikenin büyüklüğü olarak ifade edilebilir³⁹.

II. FİNANSAL KRİZLERE İLİŞKİN KURAMSAL YAKLAŞIMLAR

Finansal krizlere ilişkin üç temel yaklaşımdan söz edilebilir. Bunlar; parasalcı yaklaşım, eklektik yaklaşım ve asimetrik bilgi yaklaşımıdır. Ayrıca rasyonel beklentiler ve belirsizlik yaklaşımı da diğer yaklaşımlar olarak ifade edilebilir.

A. PARASALCI YAKLAŞIM

Öncülüğünü Milton ve Schwartz (1963)'ın yaptığı parasalcı yaklaşım, finansal krizleri bankacılık panikleri ile ilişkilendirmiştir. Buna göre banka panikleri toplam para arzında büyük çaplı daralmalara ve toplam ekonomik aktivitelerin düşmesine neden olmaktadır. Parasalcı iktisatçılar, varlık fiyatlarında yaşanan büyük çaplı ve keskin düşüşleri ve finansal kurumların iflaslarını gerçek bir kriz olarak değerlendirmemektedir. Çünkü onlara göre bu gibi olaylar, para arzında daralma yaratmayan “sözde finansal krizlerdir” (pseuda financial crises). Sözde finansal krizlerde devlet müdahaleleri gereksizdir ve ekonomik durumu daha da kötüleştirmektedir. Böylelikle iflas etmesi gereken kuruluşlar kurtarılmakta, bu durum toplam para arzını arttırmakta ve enflasyonu teşvik etmektedir⁴⁰.

Parasalcı görüş banka paniklerini de içeren finansal sistem paniklerinin, ekonominin bütününe etkileyerek önemli ölçüde küçülmeye sebep olmasını, para arzındaki daralmaya

³⁸ Hatice Erkekoğlu - Emine Bilgili, “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.24, Ocak-Haziran 2005, s.18.

³⁹ Abigail J. Chiodo - Michael T. Owyang, “A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998”, **The Federal Reserve Bank of St. Louis**, Vol.84, No.6, November/December 2002, p.9.

⁴⁰ Mishkin, “Anatomy of a Financial Crisis”, p.116.

bağlamaktadır. Friedman ve Schwartz'ın çalışması, ABD'de banka paniklerinin tasarruf sahiplerinin mevduatlarını çekmeleri ile toplam para arzında nasıl bir daralma yarattığını göstermektedir. Para arzında yaşanan daralma, ekonomik faaliyetlerdeki daralmanın ve genel fiyat düzeyindeki düşüşün temel nedeni olarak ifade edilmektedir. Sonuç olarak parasalcı görüşün, yalnızca banka paniklerine ve paniğin para arzı üzerindeki etkisine odaklandığı gerekçesiyle, finansal krizleri açıklamada yetersiz kaldığı kabul edilmektedir⁴¹.

B. EKLEKTİK YAKLAŞIM

Parasalcı görüşe göre finansal krizlere daha kapsamlı bir yaklaşım getirmektedir. Öncülüğü; Fisher (1933), Minsky (1972) ve Kindleberger (1978) tarafından yapılmıştır. Yazarlara göre finansal kriz, varlık fiyatlarında keskin bir düşüş, finansal veya finansal olmayan kuruluşların iflası, fiyatlar genel düzeyinde yaşanan gerileme (deflasyon), döviz piyasasındaki bozukluklar ya da tüm sayılan olayların hepsinin veya bir kaçının aynı anda görülmesidir. Yazarlar, bu hadiselerden yalnızca bir tanesinin tek başına gerçekleşmesi durumunda bile toplam talepte ciddi olumsuz sonuçların olacağını vurgulamaktadır. Bu yaklaşımda finansal kriz anında devlete çok daha geniş ve kapsamlı bir rol verilmektedir⁴².

Konjonktürün yukarı yönde olduğu dönemlerde bazı dışsal bir takım etkiler ekonominin önemli birçok sektöründe yeni ve karlı yatırım olanakları hazırlar. Bu sektörlerde yaşanan dışsal şoklar, üretim ve fiyat artışlarına yol açarak bu sektörlerin daha fazla yatırım çekmesine neden olur. Fiyat artışları ile birlikte daha da artan karlar, sadece yatırımlar için değil aynı zamanda karlar için de spekülasyon yapılmasını teşvik eder. Konjonktürün çıkış aşamasındaki bu süreç, bankalardan alınan kredilerle birlikte gerçekleştirilir. Bu durum, banka mevduatlarının, dolayısıyla da para arzının artması sonucunu doğurur. Para arzının artması ise fiyatlar genel düzeyinde artışa neden olur. Fiyatlardaki artış, borçların değerini reel olarak azaltacağı için bu süreç, kendi içinde borçlanmayı sürekli teşvik eder bir hale gelecektir.

Süreç, genel bir aşırı borçluluk durumuna ulaşına kadar devam edecektir. Aşırı borçluluk, kişilerin, firmaların ve bankaların borçlarını idame ettirebilecek yeterli likit varlıklara sahip olmama durumudur. Böyle bir durumda borçluların veya kredi verenlerin

⁴¹ Akçay, a.g.e., s.31.

⁴² Mishkin, "Anatomy of a Financial Crisis", p.116.

yapacağı yanlış bir değerlendirme krizi tetikleyebilmektedir. Borçluların, borçlarını ödemede zorlanacağı düşüncesi hakim olursa, kredi verenler borçlulara mevcut borçlarını ödeyebilmek için bile kredi açmazlar ve varlıklarını mümkün olan en kısa sürede likit duruma getirmeye çalışırlar. Bu kısa vadede nakite geçme isteği sonucu ortaya çıkan varlık satışları, ekonominin geneline yayılırsa ve para otoriteleri tarafından da zamanında ve doğru müdahale gelmezse, borç krizine, bankacılık krizine ve derin bir depresyona neden olacak likidite krizine kapı açılabilir. Bu varlık satışları sonucu fiyatlar genel düzeyi de düşmeye başlar. Ayrıca krediler tahsil edildikçe banka mevduatları azalır. Fiyat düşüşüne bağlı olarak kredi verenler için teminatların değerinin düşmesi onları kredileri geri çağırmaya teşvik eder. Bu tersine süreç para arzında azalma ve ekonomik faaliyetlerin gittikçe artan oranda olumsuz olarak etkilenmesi şeklinde devam eder. Özet olarak, konjonktürün çıkış aşamalarında finansal yapı gittikçe daha kırılgan bir duruma gelir. Bu kırılgan finansal yapı, varlık satışını başlatabilecek herhangi bir olay sırasında tam bir kriz ortamına dönüşebilir⁴³.

C. ASİMETRİK BİLGİ YAKLAŞIMI

Daha önce ifade edildiği üzere asimetrik bilgi, finansal piyasalarda işlem yapan taraflardan birinin, söz konusu işlemle ilgili olarak diğer tarafa oranla daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Bu yaklaşıma göre borç talep edenlerin özellikleri ve borcu aldıktan sonraki davranışları borç verenlerce bilinmemektedir. Dolayısıyla borcun geri ödenebilme olasılığı da tam olarak bilinmemektedir.

Asimetrik bilginin varlığı, ters seçim ve ahlaki tehlike olmak üzere iki temel problemi de beraberinde getirmektedir. Ters seçim işlem gerçekleşmeden önce ortaya çıkmaktadır. Tarafların birbirleri hakkında tam ve kesin bilgiye sahip olması durumunda işlemin gerçekleşmesinin söz konusu olmadığı, ancak asimetrik bilginin varlığı nedeniyle mümkün olan işlemler, ters seçim olarak ifade edilmektedir. Ahlaki tehlike ise, işlem gerçekleştikten sonra, borç alanların kredi verenlerin bilgisi dışında ve yapılan anlaşmaya aykırı olarak, aldıkları fonları yüksek riskli projelerde değerlendirmeleri ve borcun hiç geri dönmeme riskidir. Bu durum, finansal kuruluşların ciddi problemlerle karşı karşıya kalmasına ve krizlerin oluşmasına neden olmaktadır. Finans piyasalarındaki asimetrik bilginin, hem Asya

⁴³ Ömer Faruk Çolak - Hakan N. Ardor - Mengü Tunçay, "Finansal Kriz ve Bankalar: Türkiye'de 2000 ve 2001 Krizleri Örneği", *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Yıl:7, S.41, Eylül-Ekim 2001, s.705.

krizinin, hem de 2008 küresel finans krizinin ortaya çıkışında önemli rol oynadığı iktisatçılar tarafından yaygın şekilde kabul edilmektedir.

D. DİĞER YAKLAŞIMLAR

Diğer yaklaşımlar, rasyonel bekleyişler yaklaşımı ve belirsizlik yaklaşımını içermektedir. Rasyonel bekleyişler yaklaşımının krizleri açıklamada kullandığı argüman, beklentiler hangi yönde ise sonuçların da o yönde çıkacağı şeklindedir. Buna göre, geleceğe ilişkin olumsuz bir beklenti olması halinde krizin de beklenmesi gerekir. Böyle bir sonuç beklentisi karar birimlerinin beklentilerinin negatif olmasına, hatta olumsuz beklentilerin artması krizin derinleşmesine neden olacaktır. Bu ekolün temeli, ücret ve fiyatların sistematik olarak belirli bir süreçte belirlendiğine ilişkindir. Karar alıcılar zamanla belirlenen değişkeni izleyen sürecin ne olduğunu öğrenmekte ve elde ettiği bilgiyle beklentilerini şekillendirmektedir⁴⁴.

Belirsizlik yaklaşımı, geleceğe ilişkin beklentilerin açıklanamadığı durumlarda karar verme üzerine yoğunlaşmaktadır. Knight, Keynes, Schumpeter ve daha sonra Meltzer, Guttentag, Herring tarafından tartışılmıştır. Söz konusu yaklaşım, gelecekteki getirilerin, muhtemel dağılımları ile modellenemediği şartlarda karar almanın önemini vurgulamaktadır. Bu ekonomistler, finansal krizlerin tatmin edici şekilde açıklanmasında belirsizliği tek faktör olarak ele almamakla birlikte, önemli bir unsur olarak görmektedirler⁴⁵.

Birinci bölümün buraya kadar olan kısmında finansal sistem, finansal serbestleşme ve finansal kriz kavramları ele alındı. Finansal krizlerin nedenlerine yönelik iktisatçıların geliştirdiği yaklaşımlara yer verildi. Bundan sonra ise, söz konusu yaklaşımlar dikkate alındığında finansal krizlerin doğrudan bir nedeni olarak ifade edilemeyecek, fakat finansal krizin yayılmasını kolaylaştırdığı düşüncesinden hareketle finansal serbestleşme finansal kriz ilişkisi üzerinde durulacaktır.

⁴⁴ Ayhan Orhan, **Kara Perşembe'den Mortgage Krizine**, Umuttepe Yayınları, Kocaeli, 2013, s.26.

⁴⁵ Muhammet Akdiş, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım Yayım, İstanbul, 2000, s.93.

III. FİNANSAL KRİZLERİN, FİNANSAL SERBESTLEŞME İLE İLİŞKİSİ

Gelişmekte olan ülkelerde, finansal serbestleşme yönündeki ilk adımlar 1970’li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde başlamış olmakla birlikte, dünya geneline 1980’li ve 1990’lı yıllarda damga vurmuştur. Yapılan reformlar, büyük umutlarla gerçekleştirilmesine rağmen genellikle hayal kırıklığı ile sonuçlanmıştır. Son otuz yılda yaşanan krizlerin büyük bir bölümünün temel nedenini finansal serbestleştirme oluşturmaktadır. 1980’lerin başındaki latin krizi, 1994 Meksika krizi, 1997 yılında Asya ülkelerinin yaşadığı kriz, Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Türkiye krizleri, 2008 küresel finans krizi ve akabinde Avrupa borç krizi serbestleşmenin yol açtığı krizlere verilebilecek bazı örneklerdir.

Finansal serbestleşme ve finansal kriz ilişkisini inceleyen geniş bir literatür söz konusudur. Boratav, gelişmekte olan ekonomilerde, son otuz yıldan bu yana patlak veren büyük boyutlu krizlerin temel nedeninin, finansal serbestleşme sonrasında yabancı sermaye hareketlerinde ani bir yavaşlama, durma veya çıkışa yönelme olduğunu ifade etmiştir⁴⁶. Paineira ise, finansal serbestleşmenin genel olarak döviz ve finans krizlerinde katalizör vazifesi gördüğünü, gelişmekte olan ülkeler arasında hızlı bir bulaşmayı teşvik ettiğini vurgulamaktadır⁴⁷.

Mehrez ve Koufman çalışmalarında, finansal serbestleşmenin liberalizasyonun geçiş aşamasında ve sonrasındaki beş yılda kriz ihtimalini arttırdığını belirtmişlerdir. Ancak yazarlara göre yapılması gereken serbestleşmeden kaçınmak değil, bunu kontrollü ve yavaş reformlarla gerçekleştirmektir. Ayrıca finansal sistemlerini serbest hale getiren ülkelerde, yolsuzluğun yaygın olmasının da kriz olasılığını yükselttiğini aktarmışlardır⁴⁸.

Mishkin, finansal serbestleşmenin finansal kalkınmayı sağlayamayarak krizlere neden olduğunu kabul etmiş, ancak bunun nedenini, kötü yönetim, yanlış makroekonomik programlar ve denetimsizlik olarak ifade etmiştir. Ona göre, finansal serbestleşmeden vazgeçmek yanlış olacaktır. Yapılması gereken söz konusu eksikliklerin giderilmesidir.

Chu, çalışmasında, long-linear modeli ile finansal serbestleşme, finansal kriz ilişkisini incelemiştir. Elde edilen sonuç negatiftir. Yani serbestleşme ve kriz arasında ilişki tespit edilememiştir. Ancak yazar, bu sonucu modelde kullanılan değişkenlere bağlamıştır. Ona göre

⁴⁶ Boratav, a.g.m., s.71.

⁴⁷ Paineira, a.g.m., s.263.

⁴⁸ Gil Mehrez - Daniel Kaufmann, “Transparency, Liberalization and Banking Crises”, **The World Bank Policy Research Working Papers**, February 2000, p.22.

finansal serbestleşme, yeterli altyapıya sahip değilse ve iyi yönetilemiyorsa krizlere kapı aralamakta ve ülkeleri riskli bir yapıya sürüklemektedir⁴⁹.

Weller ise, gelişmekte olan ülkelerde finansal açıklığın kriz olasılığını arttırdığını ifade etmiştir. Buna göre iç ve dış finansal serbestleşme, ülkeleri krizlere daha yatkın bir hale getirmektedir. Çalışmada, para ve bankacılık krizleri üzerine tekli ve çoklu değişkenlerin kullanıldığı modeller bu sonucu desteklemektedir⁵⁰.

Glick ve Hutchison, 1975-1997 dönemine ilişkin finansal serbestleşme yaşayan 90 ülkeyi analiz etmişlerdir, bu ülkelerden 74 tanesinin en az bir kez bankacılık krizi, 82 tanesinin en az bir kez para krizi, birçoğunda da, her iki krizin aynı anda görüldüğü ikiz krizlerin yaşandığı tespit edilmiştir. Bu durum, para ve sermaye piyasalarını serbest hale getiren ülkelerin krizlere karşı daha hassas olduğunu göstermektedir⁵¹.

Barnebeck ve Trapp, bankacılık sektöründe rekabet artışı gerektiren ve faiz oranındaki tavanı yok eden finansal serbestleşmenin, finansal kırılganlığı arttırdığını ve yatırım yapılabilir fonların dağılımında etkinsizliğe neden olduğunu belirtmişlerdir. Çünkü finansal serbestleşme, bankaların ve kurumların aşırı risk almasına neden olmaktadır⁵².

Schmukler, finansal serbestleşme ile krizler arasında ilişki kurulabilecek dört kanal olduğunu vurgulamıştır. Birincisi, serbestleşmeyi gerçekleştiren bir ülke, hem iç hem de dış yatırımcı tarafından piyasa disiplinine zorlanmakta ve kısa dönemde temel makro göstergelerin istikrarlı hale getirilmesi yönünde baskıya maruz kalmaktadır. Oysa bu istikrarın temin edilmesi uzun zaman almaktadır. İkincisi, finansal piyasalardaki en küçük başarısızlık durumunda, finansal kriz ortaya çıkabilmektedir. Söz konusu başarısızlıklar, balon, irrasyonel davranışlar, sürü davranışı ve spekülasyon gibi bazı tehlikeler yaratmaktadır. Üçüncüsü, finans piyasalarında başarısızlık ve makro göstergelerde bozulmalar olmasa da, dış faktörlerden dolayı yine kriz oluşabilmektedir. Çünkü sermaye akımlarındaki ani bir kesilme, finansman gücünü doğurmaktadır. Dördüncüsü, finansal serbestleşme, krizlere bulaşma

⁴⁹ Kam Hon Chu, Financial Crises, Liberalization, and Government Size, **The Cato Journal**, Vol.27. No.1., 2007, pp. 49-50.

⁵⁰ Christian E. Weller, "Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?", **ZEI Working Paper**, No.B15, 1999, p.17.

⁵¹ Reuven Glick - Michael Hutchison, "Banking and Currency Crises: How Common are Twins?", **Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper**, No.99-07, 1999, pp.23-24.

⁵² Barnebeck - Trapp, a.g.m., p.198.

vasıtasıyla da yol açabilmektedir. Yazara göre serbestleşme ile birlikte finans piyasalarının ileri düzeyde entegrasyonu, ülkeler arasındaki bulaşıcılığı arttırmıştır⁵³.

Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1980-1995 arası dönemde faiz oranları üzerinde kontrolleri kaldıran 53 ülkeyi analiz ettikleri çalışmalarında, yaşanan bankacılık krizlerinin %78'inin finansal serbestleşmeyle ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir⁵⁴. Ayrıca yasal ve kurumsal çatinin zayıf, bürokrasinin etkinsiz ve yolsuzluğun yaygın olması halinde kriz olasılığının arttığı vurgulanmıştır⁵⁵.

Kaminsky ve Reinhart, 1970-1995 tarihleri arasında finansal serbestleşme reformlarını hayata geçiren 20 ülkeyi, yaşadıkları 26 bankacılık krizini ve 76 para krizini ele almışlardır. Çalışmada elde edilen dört temel sonuç söz konusudur. Birincisi, bankacılık krizleri, ödemeler bilançosu krizlerini arttırmaktadır. Tersine ise geçerli değildir. İkincisi, finansal serbestleşme ile bankacılık krizleri arasında pozitif ve güçlü bir bağ olduğudur. Üçüncüsü serbestleşme ile birlikte krizlerin bulaşıcılık özelliğinin arttığı ve sermaye kontrolleri uygulayan ülkelere oranla daha şiddetli gerçekleştiğidir. Dördüncüsü ise, hem para, hem de bankacılık krizlerinde serbestleşme sonrası finansal sermayeye kolay erişim imkânının doğması, çılgınlık, panik ve çöküş zincirini tetiklemiştir⁵⁶.

Finansal serbestleşme sonrası sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde, yerli paranın aşırı değerlenmesi sorunu ile karşılaşmıştır. Bu durumun yol açtığı en temel problem dış ticaret dengesinde kötüleşmedir. Çünkü yerli paranın değerli hale gelmesiyle ithalat artarken ihracat azalmaktadır. Böylece, bir taraftan piyasalar genişlerken, diğer taraftan ekonomi yavaşlamaya başlar. Diğer yandan spekülasyon karakterli, kısa dönemli sermaye girişine dayalı kamu borçlarının artması, kamu faiz ödemelerini arttırarak kamu açığının yükselmesinde rol oynar. Bu gelişme, faiz oranlarını arttırmış ve birincil fazla veren ülkelerde bile gittikçe artan kamu açığına neden olmuş ve faiz oranlarının tekrar yükselmesine yol açan kısır bir döngü yaratmıştır⁵⁷.

⁵³ Schmukler, a.g.m., pp.14-15.

⁵⁴ Aslı Demirgüç-Kunt - Enrica Detragiache, "Financial Liberalization and Financial Fragility", **IMF Working Paper**, No.WP/9883, June 1998, p.13

⁵⁵ Demirgüç-Kunt - Detragiache, a.g.m., p.33.

⁵⁶ Graciela L. Kaminsky - Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", **The American Economic Review**, Vol.89, No.3, June 1999, p.491.

⁵⁷ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2003, s.238.

Tablo 1: 1977-1987 Arası ABD’de Banka İflasları

Yıl	İflas Eden Banka Sayısı	İflas Eden Bankaların Toplam Varlıkları (Bin \$)
1977	6	232.612
1978	7	994.035
1979	10	132.988
1980	10	236.164
1981	10	4.859.060
1982	42	11.632.415
1983	48	7.026.923
1984	79	3.276.641
1985	120	8.741.268
1986	138	6.991.600
1987	184	6.850.700

Kaynak: Koray Duman, “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”,
Akdeniz İİBF Dergisi, C.4, S.8, 2004, s.42.

Yukarıdaki Tablo 1’de, ABD’de finansal serbestleşmeye yönelik yasal düzenlemelerin artması ile beraber banka iflaslarının da hızlı bir biçimde arttığını göstermektedir. 1977 yılında iflas eden banka sayısı altı ve bu bankaların toplam varlıklarının tutarı 232.612 bin dolar iken; finansal serbestleşme sonrası iflas eden banka sayısı ise 1987 yılında 184’e yükselmiş ve varlıklarının tutarı ise 6.850.700 bin dolara erişmiştir.

Çalışmada finansal serbestleşme ile finansal krizler arasında bir ilişki olup olmadığını daha iyi ortaya koyabilmek için finansal serbestleşmeye geçiş ile finansal krizlerin zamanlamasına bakmak yararlı olabilecektir. Aşağıdaki Tablo 2 finansal serbestleşmeye geçen bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bankacılık ve ödemeler bilançosu krizleri ile finansal serbestleşmeye geçiş arasındaki zamansal yakınlığı göstermektedir.

Tablo 2: İkiz Krizlerin Tarihi ve Finansal Serbestleşme

Ülke	Finansal Serbestleşme	Bankacılık Krizi	Ödemeler Bilançosu Krizi
Arjantin	1977	03/1980-05/1985- 12/1994-12/2001	02/1981-09/1986- 02/1990
Bolivya	1985	10/1987	09/1985
Brezilya	1975	11/1985-12/1984	11/1986-01/1991
Şili	1974	09/1981	08/1982
Kolombiya	1980	07/1982	03/1983
Danimarka	1980'lerin Başı	03/1987	07/1983
Finlandiya	1982	09/1991	11/1991
Endonezya	1983	11/1992	09/1986 08/1997
İsrail	1985	10/1983	10/1983
Malezya	1978	07/1985 09/1997	07/1975 08/1997
Meksika	1974 1991	09/1982 10/1992	12/1982 12/1994
Norveç	1980	11/1988	05/1986
Peru	1991	03/1983	10/1987
Filipinler	1980	01/1981 07/1997	10/1983 07/1997
İspanya	1974	11/1978	07/1977
İsveç	1980	11/1991	11/1992
Tayland	1989	03/1979 10/1983 05/1996	11/1978 11/1984 07/1997
Türkiye	1980	01/1991-02/2001	Nisan/1994
Uruguay	1976-1979	03/1971 03/1981	12/1971 10/1982
Venezuela	1981-1989	10/1983	05/1994

Kaynak: Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", **The American Economic Review**, Vol.89, No.3, June 1999, p.478 ve Charles Wyplosz, "How Risky is Financial Liberalization in The Developing Countries?" **G-24 Discussion Paper Series**, No.14, 2001, p.26'dan elde edilen veriler yardımıyla hazırlanmıştır.

Tablo 2’den de görüldüğü gibi sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden bir müddet sonra gelişmekte olan ülkeler, sermaye giriş ve çıkışlarının yol açtığı bunalımlara maruz kalmışlardır. Uygulamaya konulan politikaların büyük çoğunluğu bir istikrarsızlıkla sonuçlanmıştır. Ayrıca bu politikaların hayata geçirilmesinin ardından herhangi bir ülkede yaşanan sorun, birçok kez o ülkenin sorunu olmaktan çıkmış ve bir ülkede yaşanan kriz, başka ülkelerde yaşanan kriz ve istikrarsızlıkların nedeni olmuştur. 1980’lerde yaşanan Latin Amerika krizi, 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi, 1994-2000-2001 Türkiye krizleri, 1998 Rusya krizi ve son olarak da 2008 küresel finans krizi bu duruma verilebilecek başlıca örneklerdir.

Yoğun sermaye çıkışını önlemek için hükümetler aşırı değerlenmiş döviz kurunu korumak zorundadır. Bu durum döviz rezervlerinin azalması anlamına gelmektedir. Ani sermaye çıkışı karşısında, rezervlerin kuru korumaya yetmediği noktada ekonomik kriz kaçınılmaz hale gelir. Krizin patlak vermesiyle birlikte bankacılık kesimi birçok problemle yüzleşir. Bunlardan ilki döviz kuru riskidir. Krize, açık pozisyonda yakalanan bankalar ödeme gücünü kaybedebilir. Diğer risk ise, kredi riskidir. Bu aşamada geri dönmeyen krediler hızla artmaktadır. Bu koşullarda Merkez Bankası son durak borç mercii işlevini yerine getiremezse, banka iflasları kaçınılmaz hale gelir. Banka iflasları gerçekleşmeye başladığında para arzı daralır ve kriz daha da derinleşir⁵⁸.

Daha önceden ifade edildiği üzere finansal serbestleşme, bilgisayar ve iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmelerinde katkısıyla, finansal sistem ve reel ekonomi arasındaki makasın iyice genişlemesine neden olmuştur. Asli fonksiyonu reel yatırımlar için fon sağlamak olan sistem, özellikle 1990’lardan sonra spekülâtörlerin volatiliteden⁵⁹ kazanç sağlama sahasına dönüşmüştür. İşlem hacmi hem hızlanmış, hem de artmıştır. Söz konusu dönemdeki sermaye hareketlerinin bir başka özelliği de, ülkelerin resmi kanallardan borçlanmak yerine sermaye piyasalarından borçlanmaya yönelmiş olmasıdır. Bu nitelik değişimi, kompozisyonu da etkilemiş, gelişmekte olan ülkelere yönelik finansal sermaye akımlarının içinde kısa vadeli yatırımların payı hızla yükselmiştir⁶⁰.

⁵⁸ Gökhan Karabulut, “Finansal Liberalizasyon İktisadi Kriz İlişkisi”, **İktisat Dergisi**, S.438, 2003, s.78.

⁵⁹ Volatilité: Kelimenin sözcük anlamı oynaklıktır. Genellikle bir finansal aracın belirli bir zaman aralığında gözlenen değer değişiminin standart sapması anlamındadır. İlgili aracın belirli zaman aralığındaki değerini ölçmeye yarar.

⁶⁰ Arif Orçun Söylemez - Server Demirci, “Uluslararası sermaye akımlarının Kontrolü ve Avrupa Birliği’nin Konuya Yaklaşımı Hakkında Bir İnceleme”, **Marmara Avrupa Araştırmaları Dergisi**, C.2, S.1, 2013, s.88.

Reel yatırımlarla finansal işlemler arasındaki bağı zayıflaması ve dolayısıyla spekülasyon ticaretin tırmanması, krizlerin de yaşanma sıklığını arttırmıştır. Artan krizler, sermaye girişlerinin olumlu izlerini uzun vadede yok etmiştir. Yaşanılan her bir ekonomik çalkantı, makroekonomik performans üzerinde negatif etkiler doğurmuştur. Finansal kuruluşların batamayacak kadar büyük (too big to fail) olması, bu dönemde kurtarıcı rolünü devletin üstlenmesine ve son kredi mercii olmasına neden olmuştur. Çünkü böyle bir rolün üstlenilmemesinin negatif etkileri daha büyük olacaktır. Ancak bu durum, kamu kesiminin yükünü ciddi bir biçimde arttırmış, ülkeler yeni kaynak arayışlarına yönelmiştir.

Ülkelerin yeni gelir kaynağı ihtiyacı duymalarının finansal krizler dışındaki bir diğer nedeni de, 1970'li yıllardan itibaren küreselleşme süreciyle birlikte, üretim faktörlerinin mobilitesinin artması ve özellikle sermayenin vergi oranlarının yüksek olduğu ülkelere düşük olduğu ülkelere doğru yönelme eğilimi içine girmesidir. Yaşanan bu durum, ülkeleri sermaye çekmek adına, bir vergi rekabeti ortamına zorladığından, vergi oranları sermayenin lehine olacak şekilde indirilmiştir. Ancak öye yandan genel olarak dünya üzerinde, toplam vergi gelirleri içerisinde ücretli kesimin ödediği gelir vergisinin ve tüketim üzerinden alınan dolaylı vergilerin payı artış göstermiştir⁶¹. Dolayısıyla devletlerin, mevcut kaynakları vergileyeleme kapasitesi azalmış, yeni gelir kaynaklarına ihtiyaç doğmuştur.

İşte, hem sıkça yaşanan finansal istikrarsızlıkların sebep olduğu ekonomik krizler, hem de küreselleşme sonrası modern devletlerin zayıflayan mali yapısı ve buna paralel yeni gelir kaynağına duyulan ihtiyaç, aslında uzun bir geçmişe sahip olan finansal İşlem vergilerinin yeniden ve ciddi bir biçimde gündeme gelmesinde önemli rol oynamıştır.

⁶¹ Nihal Kargı - Ekrem Karayılmazlar, "Küreselleşmenin Vergi Politikaları Üzerindeki Etkinsizlik Etkisi", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.14, S.3, 2009, ss.22-23

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERE BİR ÖNLEM OLARAK FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ VE ÜLKE UYGULAMALARI

Finansal serbestleşmeyle birlikte artan kriz ve istikrarsızlıklara önlem niteliğinde birçok politika tartışılmakla birlikte daha yaygın olanı, bir tür sermaye kontrol aracı olan finansal işlem vergileridir. Bu vergilere ilgi özellikle 2008 krizinden sonra artmıştır. Bu üçüncü bölümde finansal işlem vergileri, finansal istikrarın sağlanması amacıyla sermaye kontrolüne yönelik bir politika aracı olarak dikkate alınıp inceleme konusu yapılacaktır. Dolayısıyla asıl konuya geçmeden önce sermaye kontrollerinin açıklanmasında fayda vardır. Bu bilgilerin verilmesinden sonra finansal işlem vergileri ile ilgili kavramsal ve kuramsal açıklamalara yer verilecektir. Ayrıca teorik düzeyde önerilen çeşitli işlem vergileri ve bu vergilere yöneltilen eleştiriler de ele alınacaktır. Daha sonra bazı ülke uygulamalarına değinilecek ve buradan çıkarılan dersler doğrultusunda, makroekonomik veriler de göz önünde bulundurularak Türkiye açısından bir değerlendirmede bulunulacaktır.

I. SERMAYE KONTROLLERİ VE FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ

Bu başlık altında önce sermaye kontrolleri açıklanacak, ardından FİV'in tarihsel ve kavramsal boyutuna değinilecek ve amaçlarına yer verilecektir.

A. SERMAYE KONTROLLERİ

1970'li yılların ilk yarısına kadar yaygın bir politika aracı olan sermaye kontrolleri, Bretton Woods sisteminin sona ermesinin ardından serbestleşme hareketleriyle beraber, önce gelişmiş ülkelerde, daha sonra gelişmekte olan ülkelerde aşamalı bir biçimde kaldırılmıştır. Sermaye kontrolleri, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini, yönünü, şeklini ve zamanlamasını

değiştirmeye yönelik yasal bir takım düzenlemeler olarak tanımlanabilir¹. Bunun yanında literatürde daha farklı tanımlamalara da rastlanmaktadır.

Crotty'e göre sermaye kontrolleri, finansal piyasalara istikrar kazandıran, spekülasyonu önleyen, faiz oranı üzerinde devletin kontrolünü arttıran, para ve maliye politikalarının bağımsız biçimde izlenmesine olanak tanıyan, büyüme ve kalkınmayı sürdürülebilir kılan araçlardır². Epstein, Grabel ve K.S. ise, sermaye kontrollerini uluslararası özel sermaye akımlarını idare eden politikalar olarak tanımlamıştır³.

Mathieson ve Rojas-Suares sermaye kontrollerinin amaçlarını, kısa vadeli sermaye akımlarında gözlenen aşırı dalgalanmaların sınırlandırılması, sermaye kaçışının önlenmesi, kamu gelirlerinin artırılması ve gelirin yeniden dağılımının sağlanması olarak ifade etmiştir⁴.

Esen'e göre, yurtiçi finansal piyasaların sermaye kontrolleri ile dış rekabete karşı korunması, kredi maliyetlerini düşürerek sanayi kesimine avantaj sağlamış olacaktır. Sonuç olarak da sendikaların yüksek ücret ve istihdam koşullarının iyileştirilmesi üzerine pazarlık güçleri artacaktır. Finansal serbestleşme ise, faiz oranları ve finansal gelirdeki artış ile yukarıdaki sürecin tersi anlamına gelmektedir⁵.

Aklan'a göre sermaye kontrolleri, sermayenin giriş ya da çıkışına uygulanabilmektedir. Ancak sermayenin girişine uygulanan kontroller daha etkindir. Bunun temel nedeni, sermayenin çıkışına yönelik uygulanan kontrollerin genellikle finansal kriz dönemlerinde yürütülmesinden kaynaklanmaktadır. Bu süreç genellikle devalüasyon, hisse senedi fiyatlarında düşme ve finansal varlık fiyatlarında dalgalanma ile gerçekleşmektedir. Söz konusu kontrollerin uygulanması, yatırımcıya gelecek dönemlerde ekonomik istikrarsızlığın artabileceğine dair bir sinyal niteliğindedir⁶.

¹ Hasan Vergil, "Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.3, S.1, 2002, s.20.

² James Crotty, "The Case for Capital Controls", **University of Massachusetts Political Economy Research Institute Working Paper**, July 2000, p.12.

³ Gerald Epstein - Ilene Grabel - Jomo K.S., "Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yönetim Teknikleri", **Yeni Emperyalizmin Ekonomisi**, Ed. Emine Tahsin - Murat Öztürk, Çev. Erdal Yüzak, Yeni Hayat Kütüphanesi, İstanbul, 2005, s.156.

⁴ Donald Mathieson - Liliana Rojas-Suares, "Capital Controls and Capital Account Liberalization in Industrial Countries", **Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth**, Ed. L. Leiderman - A. Raizin, Cambridge University Press, 1994'den aktaran Oğuz Esen, "Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri", **Ekonomik Yaklaşım**, C.8, S.27, Kış 1997, s.38-39.

⁵ Esen, a.g.m., s.39.

⁶ Nejla Aklan, "Tobin Vergisi, "Döviz Piyasalarında İstikrar Sağlamanın Bir Aracı Olarak Kullanılabilir mi?", **İktisat Fakültesi Mecmuası**, C.55, S.2, 2005, ss.52-53.

Sermaye kontrolleri dinamik ya da statik olabilir. Statik kontroller, çeşitli durumlarda meydana gelen değişiklikler doğrultusunda düzenleme yapılamayan kontrollerdir. Dinamik kontroller ise aksine, koşullar gerekli kıldığında uygulamaya geçirilebilen ya da üzerinde ayarlama yapılabilenlerdir. Çok farklı türde durum, söz konusu kontrollerin uygulanmasını tetikleyebilir ya da yetkililerin uygulanmakta olan düzenlemeleri güçlendirmelerine veya revize etmelerine yol açabilir. Bu kontroller, tipik olarak ekonomik ortamda meydana gelen değişikliklere tepki olarak veya finansal bir krizin yaratmış olduğu kırılganlıkları önlemek için ya da asgari seviyeye indirmek için harekete geçirilebilirler⁷.

Sermaye kontrolleri ile ilgili literatürde daha farklı sınıflandırmalar yapılsa da, çalışmada doğrudan ve dolaylı kontroller olmak üzere ikili bir sınıflandırma dikkate alınacaktır.

1. Doğrudan Kontroller

Doğrudan kontroller, ödemeler veya fon transferleriyle ilişkili tüm sermaye akımlarını sınırlandıran açık yasak veya miktar kısıtlamalarıdır. Bu kontroller, tipik olarak ülkeler arası sermaye akımlarının hacmini, şekli ve niteliğini etkilemeyi hedefler. Söz konusu kontrollerin en genel ortak özelliği ise, hedeflenen amaçlara ulaşılması doğrultusunda bankacılık kesimine idari bir takım yükümlülükler getirmesidir⁸.

Bu tür kontroller, genellikle ani sermaye çıkışından dolayı, döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kullanılmaktadır⁹. 1990'lı yıllarda birçok gelişmekte olan ülke uluslararası sermaye akımlarındaki aşırı dalgalanmaların etkisini azaltmak için çeşitli kısıtlamalara gittiler. Örneğin Şili'de, yabancı portföy yatırımcılarından paralarını en az bir yıl ülkede tutmaları istendi. Kolombiya, yabancı yatırımcıları, daha az likit olan doğrudan yatırımlara yöneltirken, yurt içi tahvil piyasalarına girmelerini yasakladı. Endonezya ise, özel işletmelerin yurt dışından borçlanmalarını yavaşlatmak için sıraya girme sistemini gündeme getirdi¹⁰. 1997 Asya krizinde Malezya hükümeti, doğrudan kontroller uygulayarak ülkeden yabancı para çıkışına bir süre izin

⁷ Epstein, Grabel - K.S., a.g.m., s.156.

⁸ Ariyoshi Akira et. al., "Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization", **IMF Occasional Paper**, No.190, May 2000, p.7.

⁹ Nagehan Keskin, "Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri", **Sosyoekonomi Dergisi**, S.1, Ocak-Haziran 2009, s.154.

¹⁰ Esen, a.g.m., s.41.

vermemiştir. Söz konusu kontroller sayesinde hükümet, dış borçları için kaynak bulma zorunluluğundan kurtulmuş ve IMF gibi kredi kuruluşlarından yardım almak zorunda kalmamıştır¹¹.

Günümüzde doğrudan kontroller serbest piyasa ekonomisi mantığıyla çeliştiği için tercih edilmemektedir. Bu düzenlemeler genellikle çeşitli yöntemler vasıtasıyla etkisiz kılınabilmektedir. Bu nedenle de istenilen etkinliği elde etmek zordur.

2. Dolaylı Kontroller

Dolaylı kontroller, sermaye hareketlerini daha maliyetli hale getirerek caydırmayı hedefleyen araçlardır. Bu kontroller, ikili ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların vergi ya da vergi benzeri araçlarla vergilendirilmesi ve diğer fiyat mekanizmasına dayalı önlemlerden oluşmaktadır.

İkili ya da çoklu döviz kuru sistemlerinde, ticaret ve sermaye işlemleri için farklı döviz kurları uygulanır. İlgili merciler, ticari işlemlerde döviz kurunu sabit tutmaya çalışırken, finansal işlemlerde kurun dalgalanmasına izin vermektedirler. Bu sistemde, genellikle yüksek kısa vadeli faiz oranlarının yurt içi yerleşikler üzerinde büyük bir yük oluşturduğu durumlarda para otoriteleri, finansal kuruluşların spekülasyon amaçlı krediler vermesini yasaklayarak, yurtiçi piyasayı bölümlere ayırmaktadır. Ticaret akımlarına dayalı olarak yapılan döviz işlemleri, hisse senetleri ile ilgili işlemler ve doğrudan yabancı yatırımlar bu sınırlamanın dışında tutulmaktadır¹².

Esas olarak ikili döviz kuru piyasası, yurtiçi piyasada yerli kredi gereksinimi olan spekülasyoncuların maliyetini yükseltirken, spekülasyon olmayan kredi talebinin normal piyasa fiyatından karşılanmasını sağlamaktadır. İkili sistemde, aynı zamanda aşırı sermaye girişlerinin cari işlemler döviz kurunu olumsuz etkilemesi önlenmeye çalışılmaktadır. Bu tür önlemler, sermaye işlemlerinin hem miktarını hem de fiyatını etkilemeyi amaçlamaktadır. Belirli kurallara uymayı zorlayarak, cari işlemler ve sermaye işlemlerini ayırmak için, yerleşiklerin döviz kuru işlemleri ile yerleşik olmayanların yerli para işlemlerinin yönetimi anlamına gelmektedir. Bu sisteme yönelik temel eleştiri ise, uygulamanın bireyleri dolambaçlı yollardan engelleri aşmaya yöneltmesidir¹³.

¹¹ Arif Orçun Söylemez - Server Demirci, "Uluslararası sermaye akımlarının Kontrolü ve Avrupa Birliği'nin Konuya Yaklaşımı Hakkında Bir İnceleme", **Marmara Avrupa Araştırmaları Dergisi**, C.2, S.1, 2013, s.92.

¹² Keskin, a.g.m., s.154.

¹³ Keskin, a.g.m., s.154.

Sermaye kontrollerinin en yaygın türü vergi veya vergi benzeri araçlarla sermaye kontrolüdür. İlk kez sistemli olarak 1970’lerde James Tobin tarafından kısa vadeli spekülasyon akımlarının karlılığını azaltmak için önerilmiştir. Amaç, gelişmekte olan ülkelerin, arbitraj imkanlarını azaltmalarına ve uzun vadeli üretken yatırımlara katkısı olmayan spekülasyon yatırımlarını caydırmaya yardımcı olmaktır.

Vergi yoluyla sermaye kontrolünde, dış finansal işlemlere veya ülkede ikamet edip yabancı finansal varlık bulduran veya ülke dışında ikamet edip yerli varlık sahibi olanların elde ettiği gelirlere vergi ya da harç ilave edilmektedir. Amaç getirileri düşürmek, maliyeti arttırmak yoluyla ekonomide krize neden olan akımları cezalandırmaktır. Söz konusu vergiler, belirli vadedeki ve tipteki işlemlere farklı oranlarda yansıtılmaktadır¹⁴.

Vergi benzeri araçlarla sermaye kontrolünde ise rezerv karşılığı ayırma zorunluluğu olmakta, banka ya da mali kurumlar akımların belirli bir yüzdesi karşılığı yerli veya yabancı parayı sıfır faizle merkez bankasına yatırmaktadır. Bu tür uygulamalarda yatırımcının faiz kazancından mahrum olması dolayı gizli bir vergi içerdiği şeklinde düşünülmektedir¹⁵.

Vergi benzeri araçlarla sermaye kontrollerinin en iyi ve yaygın bilinen örneği Şili’deki muzam karşılık ayırma uygulamasıdır. Ülkede kısa vadeli spekülasyon yatırımlarının payı giderek azalmış ve bu azalışa bağlı olarak makroekonomik istikrarın görece korunabilmesi mümkün olmuş, doğrudan yatırımlar ile uzun vadeli finansal yatırımların payı artmıştır¹⁶.

Diğer dolaylı düzenleme ve kontroller, para piyasası ve bankacılık sistemine ilişkin fiyat ve miktar temelli önlemler olup, işlem ve yatırımcılar arasında farklılaştırmayı amaçlamaktadır. Bu tür kontroller, yerleşik ve yerleşik olmayanların durumlarını farklılaştırmak için ticari bankaların yabancı para pozisyonlarına ya da açık pozisyonlarına konulan limitleri, dışarıdan borçlanabilmek için kuruluşların belirli rating koşullarını sağlamaları gerektiğini ifade etmektedir¹⁷.

¹⁴ Ayşe Çelikel Danişoğlu, “Gelişmekte Olan Piyasalarda Sermaye Kontrolleri”, **Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni**, C.19, S.1-2, 1999-2000, s.241.

¹⁵ Hale Balseven, “Sermayenin Vergilendirilmesinin Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2003, s.134.

¹⁶ Söylemez - Demirci, a.g.m., s.93.

¹⁷ Keskin, a.g.m., s.155.

B. SERMAYE KONTROL TÜRÜ OLARAK FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ

Sermaye kontrollerinde en yaygın kullanılan araçların başında finansal işlem vergileri gelmektedir. Bu başlıkta FİV, önce kavramsal olarak, ardından amaçlarına yönelik ele alınacaktır.

1. Finansal İşlem Vergileri İle İlgili Kavramsal Açıklamalar

Finansal işlemlerin vergilendirilmesi düşüncesi, yeni bir tartışma gibi görünse de, aslında kökleri John Maynard Keynes'e dayanan uzun bir geçmişe sahiptir. Keynes, 1936 yılında yayınladığı, "Para, Faiz ve İstihdamın Genel Teorisi" (General Theory of Employment, Interest and Money) adlı, dünya ekonomisini derinden etkileyen ünlü eserinde, finans piyasalarını bir kumarhaneye benzetmiştir. Ancak kumarhanelerde yüksek giriş maliyetleri nedeniyle oyuncu sayısı azdır. Buna göre finans piyasalarındaki düşük işlem maliyetleri çok fazla yatırımcının piyasada işlem yapmasına ve likidite bolluğuna neden olmakta, artan spekülasyon hareketleri istikrarsızlık yaratmaktadır. Bu doğrultuda tüm finansal işlemlere uygulanacak, tatmin edici bir kamu transfer vergisi (government transfer tax), piyasadaki spekülasyon hareketlerine son verecektir. Çünkü Keynes'e göre işlem vergisi uzun vadeli yatırımları özendirir¹⁸.

FİV'e yönelik ilk kapsamlı ve sistematik çalışma ise, Keynes'ten yaklaşık 40 yıl sonra, önce 1971 yılında bir konferansta, daha sonra ise 1978 yılında bir makalede Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin tarafından yapılmıştır. Tobin, spot döviz işlemlerine küçük oranlı bir vergi konulmasını önermiştir. Böyle bir döviz işlemleri vergisi, döviz kurlarına istikrar kazandıracak ve uluslararası mal ve hizmet ticareti için güvenli bir ortam oluşturacaktır¹⁹. Ayrıca söz konusu vergi, önemli bir gelir kaynağı yaratacaktır.

Keynes ve Tobin'in önerdikleri işlem vergileri, ilgili dönemde ciddi bir rağbet görmemiştir. Daha sonraları, finansal serbestleşme ve bilgi işlem teknolojisinde yaşanan gelişmelerle piyasaların ulaştığı boyut, artan krizler ve bu krizlerin yarattığı maliyetler, bu tip vergilerin zamanla önem kazanmasına neden olmuştur. İlk kez Asya krizinden sonra küresel düzeyde büyük bir taraftar toplayan işlem vergileri, henüz geniş tabanlı olarak uygulama olanağı bulamamıştır. Ancak 2008 yılında başlayan küresel ekonomik kriz ve akabinde Avrupa borç krizi ve bu krizin kamu

¹⁸ John Maynard Keynes, **General Theory of Employment, Interest and Money**, 16th Edition, The Macmillian Press, London, 1976, pp.159-160.

¹⁹ Metin Sarfati, "Tobin ve Vergisi", **İktisat Dergisi**, S.48, Haziran 2003, ss.86-87.

maliyesinde yarattığı tahribat, bu vergilerin daha önce hiç olmadığı kadar yoğun ve ciddi bir şekilde tartışılmasına neden olmuştur.

2009 yılında Pittsburgh’da G-20 liderleri, IMF’den finans piyasasında istikrar kazandıracak, ayrıca krizin maliyetine sistemin de katkısını sağlayacak bir vergi ile ilgili rapor hazırlamasını istemişlerdir. Ardından 2011 yılında Avrupa Komisyonu, yine aynı gerekçelerle AB çapında bir FIV uygulanması doğrultusunda teklif sunmuştur. Yaşanan, bu iki gelişme vergi ile ilgili sürdürülen tartışmalara da farklı bir boyut kazandırmıştır.

Finansal piyasalarda vergilendirme, bu piyasalarda elde edilen gelirin vergilendirilmesi ve bu piyasada gerçekleştirilen işlemlerin vergilendirilmesi olarak ikiye ayrılmaktadır. Birincisi, özellikle sermaye piyasası araçlarından elde edilen gelirin vergilendirilmesiyle, ikincisinde finansal piyasa araçlarıyla gerçekleştirilen alım satım işlemini ve değerini esas alan bir vergileme söz konusudur. Birinci durumda amaç elde edilen gelirin vergilendirilmesi iken, ikinci durumda piyasa regülasyonudur ve vergi bir iktisat politikası aracıdır²⁰. Piyasa regülasyonu veya finans piyasalarının yaydığı negatif dışsallığı önleme aracı olarak kullanılan vergiler Pigou vergisi olarak da adlandırılır.

Dışsal maliyetlerin firma tarafından içselleştirilmesini sağlamak için bu maliyetlere eşit bir vergi konulması, dışsallıklar teorisinin uzun yıllar kabul görmüş önermelerinden bir tanesidir²¹. Örneğin, bir nehir kıyısında üretim yapan ve bu üretimden dolayı da nehri kirleten bir firmanın var olduğu ve bu kirlenmeden olumsuz etkilenen kasaba halkının da nehrin aşağı kısmında yaşadığı varsayılabilir. Esas itibarıyla işletme, faaliyeti nedeniyle toplumsal bir maliyete yol açmaktadır. Ancak piyasalar eksik olduğu için bu maliyetin karşılığı kasaba halkına ödenmemektedir. Başka bir deyişle suyu kirleten kasaba halkına tazminat ödemesi gereken işletme, kendisinden bu paranın talep edilebileceği bir piyasanın olmadığı durumda, hiçbir maliyete katlanmadan üretimine devam edebilmektedir. Ancak vergi otoritesi, işletmeye vergi uygulamak suretiyle birim üretim başına düşen ortalama üretim maliyetlerini arttırarak daha az üretim yapılmasını sağlayabilir. Çok yüksek bir vergi işletmenin tüm üretim maliyetlerini sona erdirebilecekken, vergi oranı ayarlanarak üretim istenilen düzeyde kısılabilecektir. Sonuçta işletmenin yaptığı üretimden elde edilen yarar ile katlanılan maliyet eşitlenecektir²². Son dönemlerde de küresel sermaye akımları hız kazanmış ve dünya finans piyasasında işlem hacmi çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Finansal varlıkların değişim

²⁰ Hale Balseven, “Dünya Uygulamalarında ve Türkiye’de Finansal Piyasalardaki İşlem Vergileri”, **Vergi Dünyası Dergisi**, S.265, Eylül 2003, s.17.

²¹ Hülya Kirmanoğlu, **Kamu Ekonomisinin Analizi**, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 4.b., Beta Yayınları, İstanbul, 2013, s.163.

²² Söylemez - Demirci, a.g.m., s.95.

işlemine uygulanacak küçük oranlı bir vergi sayesinde aşırı işlem miktarını azaltmak mümkün görünmektedir. Zira böyle bir vergi, sermayenin hareketliliğini de bir miktar kısıtlayacaktır.²³

FİV, en genel tanımıyla finansal araçların ticareti üzerine uygulanan küçük oranlı, ad valorem esaslı vergilerdir²⁴. Bu tip vergiler, borç ve hisse senetlerinden, türevlere ve banka kredilerine kadar geniş bir ölçekteki işlemlere uygulanabilmektedir. Önerilen oranlar genellikle %0,0001'den %2'ye kadar değişebilmektedir. Kırktan fazla ülkede somut bazı örnekleri görülmektedir²⁵.

Bir başka tanıma göre FİV, piyasada finansal spekülasyonu önleyebilme ve önemli bir gelir sağlayabilme yeteneği olan, finansal işlem değeri üzerine uygulanan düşük oranlı bir vergidir²⁶. Pollin, bu tanıma benzer bir tanım yaparak vergiyi, bireylerin otomobil, şort, pantolon ya da yiyecek alırken ödedikleri satış vergisi olarak değerlendirmiştir²⁷. Brondolo ise, alım satıma uygulanmasının yanı sıra, alım satımı yapılamayan ancak aynı etkiyi gösteren başka işlemleri de kapsayan bir vergi olarak ifade etmiştir. Yazara göre FİV, bazı ayırt edici özelliklere sahiptir. Bunlar²⁸:

- Finansal araçların, birincil ve/veya ikincil piyasada gerçekleşen işlemlerine uygulanabilmesi,
- İşlemlerin hem miktarı, hem de itibari değeri üzerine uygulanabilmesi,
- Bazı işlem ve şahısları vergiden istisna tutabilmesi,
- Bir veya birden fazla orana sahip olmasının yanında, spesifik veya ad valorem esaslı uygulanabilmesi,
- Varlıkların alımına ve/veya satımına uygulanabilmesi
- Verginin piyasa katılımcıları ya da takas odaları tarafından toplanabilmesidir.

AB ve Birleşmiş Milletler (BM)'in de kullandığı, IMF'ye ait tanıma göre finansal işlemler, finansal araçların alım satımı ve/veya bununla ilgili hak ve yükümlülük sağlayan bir anlaşma ya da

²³ Söylemez - Demirci, a.g.m., s.95.

²⁴ Institute for Policy Studies, "Financial Transactions Taxes and the Global South: Frequently Asked Questions", , p.1, April 2011, <http://www.ips-dc.org/wp-content/uploads/2011/04/Financial-Transactions-Taxes-and-the-Global-South.pdf>, (20.10.2014).

²⁵ Diana Beitle, "Raising Revenue: A review of Financial Transaction Taxes Throught World", **A Report Healty Poverty Action and Stamp Out Poverty**, September 2010, p.5. <http://www.healthpovertyaction.org/wp-content/uploads/downloads/2012/07/FTTreport-Raising-revenue.pdf>, (20.10.2014).

²⁶ Bill Barclay, "Found Money: The Case for a Financial Transaction Tax", **Project Muse**, Vol.57, No.3, Summer 2010, p.61.

²⁷ Robert Pollin, "Economic Prospect: A U.S. Financial Transaction Tax: How Wall Street Can Pay for Its Mess", **New Labor Forum**, Vol.21, No.2, Spring 2012, p.97.

²⁸ John D. Brondolo, "Taxing Financial Transactions: An Assesment of Administrative Feasibility" **IMF Working Paper**, No.WP/11/185, 2011, p.3.

faiz, döviz veya finansal araç gibi varlıklara dayanan bir ödeme değişim işlemidir²⁹. Bu açıklama dikkate alındığında FİV, sayılan işlemler üzerine küçük oranlı, ad valorem bir vergi olarak tanımlanabilir.

Genellikle FİV olarak nitelendirilen vergiler, belirli üst başlıklarda gruplandırılmaktadır. Bunlar; menkul kıymet işlemleri vergisi, döviz işlemleri vergisi, sermaye artış vergisi, banka işlemleri vergisi ve sigorta prim vergisidir.

Menkul Kıymet İşlemleri Vergisi: Menkul kıymetlerin ya tamamına, ya da belirli türlerine birincil ve/veya ikincil piyasada uygulanan, genellikle düz oranlı, ad valorem vergilerdir.

Döviz İşlemleri Vergisi: Bir para biriminin bir diğerine dönüştürülmesi sırasında söz konusu olmaktadır. Bu vergiler genellikle Tobin vergisi olarak adlandırılırlar.

Sermaye Artış Vergisi: Firmaların tüm veya belirli tip sermaye artırımlarına uygulanan vergilerdir.

Banka İşlemleri Vergisi: Mevduatların bankalardan vadesinde ya da vadesinden önce çekilmesi sırasında uygulanır. Yaygın şekilde, Latin Amerika ve Asya'da görülür.

Sigorta Primi Vergisi: Sigorta primlerinin gelir vergisinden ya da katma değer vergisinden (KDV) muaf olduğuna yönelik algı doğrultusunda tasarlanmış özel bir satış vergisidir. Çalışmada FİV olarak, menkul kıymet ve döviz işlemleri üzerine getirilen vergiler ifade edilmiştir.

2. Finansal İşlem Vergilerinin Amaçları

Literatürde FİV'in amaçları konusunda iktisatçılar arasında bir fikir birliği oluşturulamıyorsa da, bu çalışmada FİV'in amaçları;

- Spekülatif işlem hacmini ve volatilitiyi azaltmak,
- Devlete Gelir sağlamak,
- Küresel kamusal mallara finansmanına katkıda bulunmak,
- Vergilemede adalet ilkesini tesis etmek olarak dikkate alınacaktır.

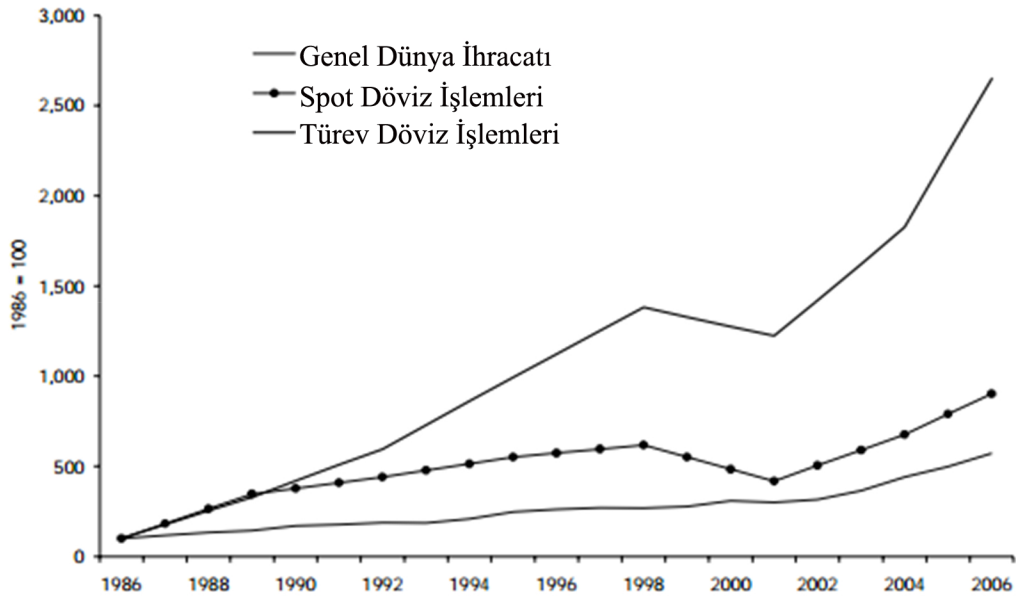
²⁹ Lee A. Sheppard, "The Argument for Financial Transaction Taxes" **Tax Policy Center**, September 2011, p.840, <http://www.taxpolicycenter.org/events/upload/Lee-09-19.pdf>, (23.10.2014).

a. Spekülatif İşlem Hacmini ve Volatilitiyi Azaltmak

Finansal işlem vergilerini gündeme getiren belki de en önemli ve eklenmiş iki problem, yüksek spekülatif işlem hacmi ve volatilitedir. Son otuz yılda, finansal serbestleşmenin ardından işlem maliyetlerinde yaşanan azalmalar, finansal yeniliklerde artış ve bilgisayar teknolojisinde gözlemlenen gelişmeler, finansal işlem hacminin çok büyük boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. Bu işlemlerin büyük bir kısmı sistemdeki istikrarsızlığın temel nedeni olan günlük ve haftalık spekülatif nitelikli işlemlerdir. Söz konusu durum, varlık fiyatlarını da sürekli bir istikrarsızlık içerisine sokmuştur. Yani sürece, yüksek bir volatilitelik eşlik etmiştir.

Aşağıdaki Şekil 2, finansal işlemlerin spesifik bir türü olan döviz işlemlerinin boyutunu ortaya koymaktadır. 1986-2006 yılları arasında dünya ticareti yıllık ortalama %9,1, spot döviz işlemleri %11,6, türev döviz işlemleri %17,8 büyümüştür. Bunun sonucunda aynı süre içerisinde, dünya ticareti %471,2, spot döviz işlemleri %803, türev döviz işlemleri %2551 düzeyinde artış göstermiştir. Şekilden, yatırımcıların fiziki yatırımlar yerine finansal yatırımlarla yöneldiği sonucu elde edilebilir. Zira, 2006 yılında toplam döviz işlemleri, mal ve hizmet ticaretinden 66 kat daha fazladır.

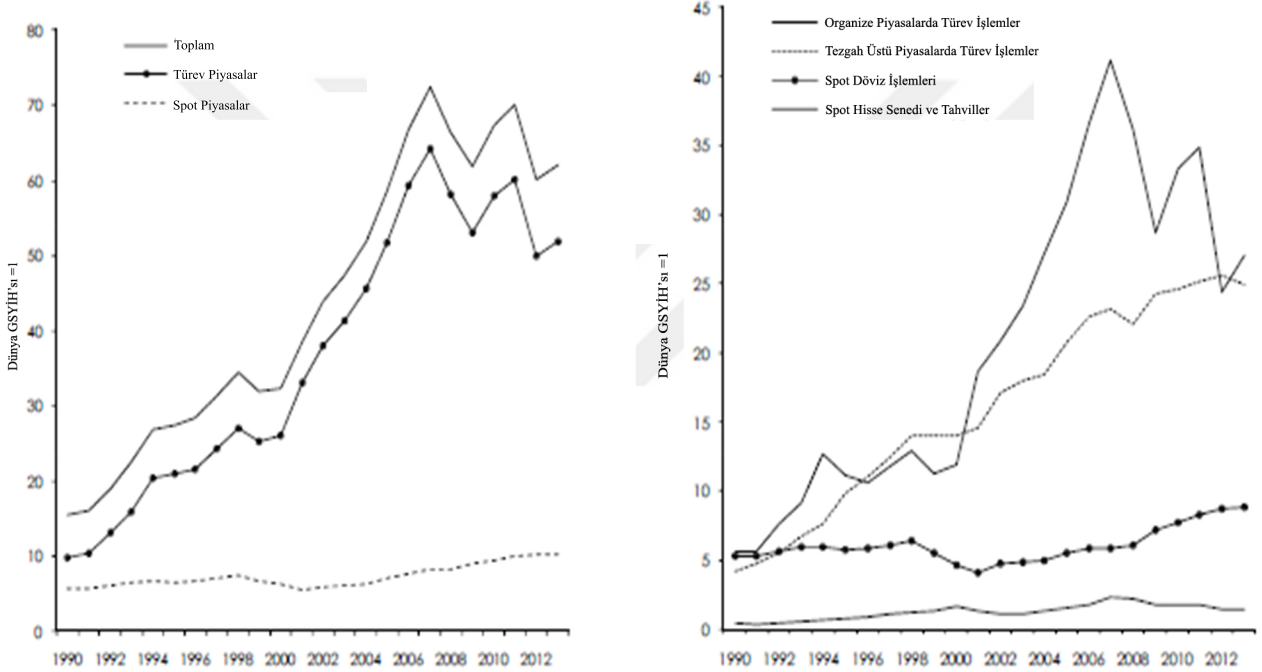
Şekil 2: Dünya Ticareti ve Toplam Döviz İşlemleri (1986-2006)



Kaynak: Stephan Schulmeister, Margit Schratzenstaller, Oliver Picek, "A General Financial Transaction Tax Motives, Revenues, Feasibility and Effects", **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, No. A-1103, March 2008, p.29.

Şekil 3 ise, toplam finansal işlemlerin boyutunu ve dağılımını vermektedir. Burada, 2000 yılından sonra işlem hacminde büyük bir artış eğilimi gözlenmektedir. 2007 yılında küresel düzeyde işlem hacmi, nominal küresel GSYİH'nın 73,5 katına ulaşmıştır. Özellikle türev işlemlerdeki artış dikkat çekicidir. Örneğin, organize piyasalarda gerçekleşen türev işlemler, aynı yıl için nominal küresel GSYİH'nın 42.1 katına denk gelmektedir. Toplam işlem hacmindeki en büyük payı da yine bu işlem türü oluşturmaktadır.

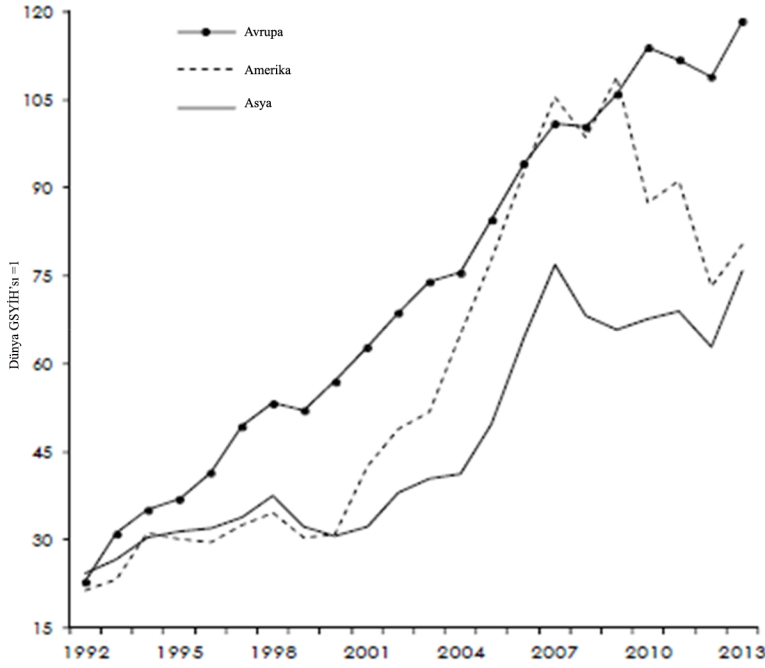
Şekil 3: Dünya Ekonomisinde Finansal İşlemler (1990-2012)



Kaynak: Stephan Schulmeister, "The Struggle Over the Financial Transaction Tax-A Politico-economic Farce" **WIFO Working Paper**, No.474/2014, Austrian Institute of Economic Research, June 2014, p.13.

Şekil 3'teki veriler, dünya ortalamasını vermektedir. Oysa finansal sektörün daha fazla derinliğe sahip olduğu bazı bölgelerde, işlem hacmi daha da büyük boyutlara erişmiştir. Şekil 4'te görüldüğü üzere, Avrupa ve Amerika kıtasında bu işlemlerin hacmi, bölge nominal GSYİH'sının 100 katını aşmıştır. Asya Pasifik ülkelerinde ise, 70 katı düzeyinde kalmıştır.

Şekil 4: Finansal İşlemlerin Bölgesel Dağılımı (1992-2013)



Kaynak: Schulmeister, "The Struggle Over the Financial Transaction Tax-A Politico-economic Farce", p.28.

Özetle son otuz yılda, reel yatırımlardan finansal yatırımlara doğru bir geçiş gözlenmiştir. Çünkü düşük işlem maliyetleri ve spekülasyonun imkân sağladığı yüksek kazanç fırsatları, yatırımcıları, büyüme, kalkınma ve istihdama katkısı düşük olan bu alana yöneltmiştir. Ayrıca söz konusu piyasaların istikrarsız yapısı, ülkelerin makroekonomilerini sürekli olarak tehdit etmektedir.

İşte tüm bu yukarıda açıklanan gerekçelerle finansal işlem vergisi, finansal işlemleri daha maliyetli hale getirmek suretiyle, spekülatif amaçlı yatırımları engellemeyi ve toplam işlem hacmini bir miktar azaltarak piyasadaki aşırı likiditenin önüne geçmeyi hedeflemektedir. Bu şekilde uzun vadeli yatırımların sayısı artacak ve finansal sistem, hem daha istikrarlı bir hale gelecek, hem de reel yatırımlara fon sağlama vazifesine geri dönecektir. Zira verginin, işlem sıklığıyla paralel olarak artan oranlılık özelliği söz konusudur.

Örneğin tüm finansal araçların, hem alımına hem de satımına, %0,05 oranında bir FİV uygulandığını düşünelim. Bir yatırımcı elindeki araçla yılda bir kez işlem gerçekleştirdiği takdirde ödeyeceği vergi yalnızca %1'dir. Eğer bu ticareti ayda bir gerçekleştirirse %12, haftada bir gerçekleştirirse %52, günlük işlemler yapması halinde ise %261'dir. Görüldüğü üzere, işlem sıklığının artması önemli bir maliyet unsuru olacaktır.

Stiglitz FİV'i, uluslararası ticarete, genellikle ülkelerin ithalatı kısıtlamak için kullandıkları tarife ve kotalara benzetmiştir. Ona göre FİV, uluslararası sermayeye getirilen küçük bir kısıtlamadır. Ancak bu işlem istikrar kazandırıcı olacaktır. Çünkü birincil olarak, haftalık ve günlük işlem yapan spekülörleri etkileyecektir. Oluşturduğu maliyetle bu kesimin gelir beklentilerinde önemli azalmalara neden olacaktır³⁰.

Stiglitz'in bu görüşlerini destekleyecek bir çalışma Schulmeister tarafından hazırlanmıştır. Schulmeister'in bu çalışması aşağıdaki Tablo 3'te ortaya konmuştur. Tablo 3 dünya genelinde bir FİV uygulanması durumunda, bunun işlem hacmi üzerindeki etkisine ilişkin tahminleri göstermektedir. Söz konusu çalışmada, üç farklı vergi oranı ve her bir oran için işlem hacminde de düşük, orta ve yüksek olmak üzere üç farklı düzeyde azalma tasarlanmıştır³¹. Örneğin, %0,05'lik bir vergi uygulanması halinde tüm finansal işlemlerde, düşük düzeyli bir işlem kaybının %58,7, orta düzeyde bir işlem kaybının %68,6, yüksek düzeyde işlem kaybının ise %83,3'lük bir azalmaya neden olacağı tahmin edilmiştir.

³⁰ Joseph E. Stiglitz, "Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading", **Journal of Financial Services Research**, No.3, 1989, pp.105-106.

³¹ Stephan Schulmeister, "Implementation of a General Financial Transactions Tax" **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, June 2011, p.32.

Tablo 3: Dünya Geneline Bir FİV Uygulanması Durumunda İşlem Hacminde Meydana Gelecek Azalma (%)

	Vergi Oranı		
İşlem Hacmindeki Azalma	%0.10	%0.05	%0.01
Spot İşlemler			
Düşük	3,8	2,4	1,4
Orta	7,0	3,8	2,8
Yüksek	12,0	6,8	3,8
Türev İşlemler			
Düşük	69,2	59,2	19,2
Orta	79,2	69,2	29,2
Yüksek	89,2	83,8	39,2
Tüm İşlemler			
Düşük	68,6	58,7	19,4
Orta	78,5	68,6	29,2
Yüksek	88,4	83,3	39,1

Kaynak: Schulmeister, a.g.m., p.32.

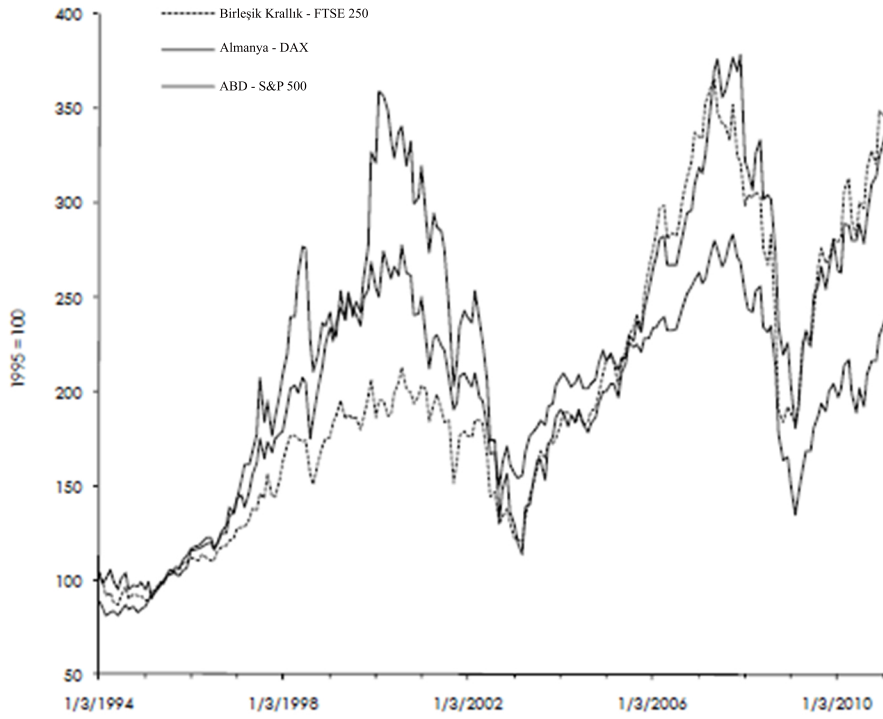
Türev işlemler ise, aynı vergi oranında %58,7'den %83,3'e kadar değişen oranlarda azalabilecektir. Yazara göre, türev işlemlerdeki hacmin daha fazla azalmasının nedeni, bu finansal ticaret türünde maliyetlerin, spot işlemlere göre daha düşük olmasıdır. Bu sebeple, %0,05'lik görece düşük bir oran bile, önemli miktarda azalmaya neden olabilecektir³².

FİV'in, beklenen diğer bir etkisi de volatilité üzerinde kendini gösterecektir. Çünkü verginin taraftarı iktisatçılara göre, finansal piyasalarda gerçekleştirilen spekülâtif ticaret, volatilitenin de temel sebebidir.

Aşağıdaki Şekil 5, dünyanın önde gelen sermaye piyasalarındaki çeşitli endekslerin farklı zamanlardaki değişimini göstermektedir. Burada yüksek bir volatilité gözlenmektedir. Ayrıca endekslerin birbirlerine paralel dalgalanmalar göstermesi, farklı piyasaların ne denli eklemlenmiş olduğunun da bir göstergesidir. Uygulanacak bir işlem vergisi ile kısa vadeli spekülâtif yatırımlar cezalandırılırken, buna karşın uzun vadeli yatırımlar özendirilecektir. Böylelikle volatilité önlenecek ya da büyük ölçüde azalacaktır.

³² Schulmeister, "Implementation of a General Financial Transactions Tax", p.33.

Şekil 5: Almanya, Birleşik Krallık ve ABD Hisse Senetleri Fiyatlarındaki Dalgalanmalar (1994-2010)



Kaynak: Schulmeister, a.g.m., p.31

Yine FİV'i savunan iktisatçılara göre, kısa vadeli spekülasyon ticaret ile volatilité arasında sıkı bir ilişki vardır ve yatırımcılar, rasyonel ve gürültücüler (noise traders) olarak ikiye ayrılırlar. Rasyonel yatırımcılar, bir menkul kıymeti temel değeri ile mukayese ederek satın alır. Yani söz konusu yatırımcılar, menkul kıymetin değeri temel değerin altındaysa satın alırlar, üzerindeyse satarlar. Bu şekilde gerçekleştirilen ticaretin volatilitéyi azalttığı ve doğru fiyatlamının oluşmasına yardımcı olduğu kabul edilmektedir³³.

Gürültücü yatırımcılar, geçmiş fiyat hareketlerine ve/veya bir takım teknik analizlere dayanarak hareket ederler. Genel olarak bir finansal varlığı, fiyatı yükselme aşamasında satın alırlar ve düşme eğilimindeyken de satarlar. Bu şekilde gerçekleşen ticaretin temel fiyat değerinden kopmalara neden olduğu ve volatilitéyi arttırdığı kabul edilir³⁴. Genel olarak söz konu yatırımcı grubunun sürü psikolojisine yatkın olduğu ve varlık fiyatının daha fazla artmasına ya da azalmasına neden olduğu düşünülür.

³³ George H. K. Wang - Jot Yau, "Would a Financial Transaction Tax Affect Financial Market Activity? Insights from Futures Markets", **Policy Analysis**, CATO Institute, No.702, July 2012, p.4.

³⁴ Wang and Yau, a.g.m., p.4.

Gürültücülerle ilgili yapılan bir başka tespit, yeni malumatlara aşırı tepki verdikleri, geçmiş fiyat hareketlerini abartarak değerlendirdikleri ve aşırı risk aldıkları yönündedir. Zaman zaman olumlu sonuçlar almaları da bu aşırı risk alma özelliklerine bağlanmaktadır. Ayrıca söz konusu yatırımcı grubunun, başarılı olduklarında reklam yaptıkları ancak kaybettiklerinde ise buna hiç değinmedikleri, bu yönüyle de tıpkı kumar oynayanlara benzedikleri düşünülmektedir. Finansal piyasalarda yaşanan bu aldatmaca, diğer gürültücüleri oyuna katılmaya teşvik ederken, kaybedenlere kazanma ümidi aşılacaktır³⁵.

Stiglitz, düşük oranlı bir verginin aşırı işlem hacmi ve likidite fazlasını azaltarak volatilitiyi büyük miktarda önleyeceğini belirtmektedir. Çünkü böyle bir vergi spekülörleri ve gürültücü yatırımcıları piyasadan uzaklaştıracaktır. Vergi, uzun vadeli yatırımcıları çok fazla etkilemeyecektir. Çünkü daha önce de ifade edildiği gibi, yapısı gereği işlem sayısına göre artan oranlı olacaktır³⁶.

Summers ve Summers da benzeri gerekçeleri ileri sürerek, verginin istikrar sağlayıcı olacağını vurgulamaktadır. Ancak yazarlara göre, spekülatif hareketleri azaltmanın faydası, likiditeyi düşürmekten ve sermayenin maliyetini arttırmaktan daha fazla olmalıdır. Bunun için vergi oranı belirlenirken dikkatli davranılmalı ve yüksek bir oran uygulamaktan kaçınılmalıdır³⁷.

Teorik bulgular, işlem maliyetlerindeki artışın volatilitiyi azaltacağını göstermesine rağmen, ampirik sonuçlar için aynı durum geçerli değildir. Genel olarak bu konudaki çalışmalar üç gruba ayrılmaktadır. Birinci gruptakiler FIV ile volatilité arasında bir ilişki olmadığını belirtirken, ikinci gruptakiler volatilitenin artacağını, üçüncü gruptakiler ise, azalacağını iddia etmektedirler. Bu nedenle, ampirik bulgular çıkarımsız kalmaktadır.

Bessembinder ve Seguin tarafından, sekiz ülkenin future piyasaları üzerinden işlem hacmi ve volatilité arasındaki ilişki incelenmiş ve ikisi arasında bir ilişki kurulamamıştır. Finansal piyasaların derinleştikçe istikrar sağlayacağı, bu yüzden işlem vergisi gibi sermayenin özgürlüğünü kısıtlayıcı önlemlerden kaçınılması gerektiği vurgulanmıştır³⁸.

³⁵ Suat Aydın, "Finansal Piyasalarda Gürültücüler", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, C.26, S.304, 2011, ss.21-22.

³⁶ Stiglitz, a.g.m., p.110-111.

³⁷ Lawrence H. Summers - Victoria P. Summers, "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax", **Journal of Financial Services Research**, No.3, 1989, p.263.

³⁸ Hendrik Bessembinder - Paul J. Seguin, "Price Volatility, Trading Volume, and Market Depth: Evidence from Futures Markets", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vo.28, No.1, 1993, p.37.

Saporta ve Kan, Birleşik Krallık bünyesinde uygulanan menkul kıymet işlem vergisinin (stamp duty) oranını ve volatilité üzerindeki etkisini incelemiştir. Kullanılan ampirik modelin ortaya koyduğu sonuca göre, vergi ile volatilité arasında ilişki olmadığı tespit edilmiştir³⁹.

Hu, 1975-1994 dönemine ilişkin, aralarında Hong Kong, Japonya, Güney Kore ve Tayvan'ın da bulundu 14 FİV uygulamasını incelemiştir. Genel olarak vergi oranındaki bir artışın menkul kıymet fiyatlarını azalttığı, fakat volatilité ve işlem hacmi üzerinde önemli bir etki yaratmadığı sonucuna ulaşmıştır⁴⁰.

Foster ve Viswanathan, New York Borsası üzerinden yürüttükleri çalışmada, yüksek işlem maliyetlerinin ters seçim ihtimalini arttırdığını ve volatilitéyi yükselttiğini tespit etmişlerdir⁴¹. Jones ve Seguin, menkul kıymetlere uygulanacak bir işlem vergisinin işlem maliyetlerini arttıracığını ve bunun da işlem hacminde bir azalma yaratacağını tespit etmişlerdir. Ancak işlem hacminde meydana gelen azalma, beklenenin aksine ters yönde etki yaparak volatilitéyi arttıracaktır. Yazarlara göre işlemci sayısının çokluğu volatilitéyi azaltmaktadır⁴².

Chou ve Wang, her ne kadar işlem maliyetlerinin yüksek olduğu dönemde, volatilitenin daha fazla olmadığını tespit etmiş olsalar da, the bid-ask spread⁴³ farkının arttığını belirtmişlerdir⁴⁴. Elde edilen bu bulgular, vergi karşıtlarının iddialarını kuvvetlendirmektedir.

Balgati, Li ve Li, Çin Hükümeti'nin hisse senetleri alım satımı üzerinde %0.03 oranında uygulanan işlem vergisini %0.05'e yükselteceğini açıklamasının ardından, bunun etkilerini tespit etmek üzere yaptıkları bir çalışmada, işlem hacminin 1/3 oranında azalacağı sonucuna varılmıştır. Volatilitenin de önemli ölçüde yükseleceği belirtilmiştir⁴⁵.

³⁹ Victoria Saporta - Kamhon Kan, "The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of UK Equity Prices", **Bank of England Working Paper**, No.71, 1997, p.40.

⁴⁰ Shing-Yang Hu, "The effects of the stock transaction tax on the stock market – Experiences from Asian markets", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol.6, No.3-4, 1998, p.362.

⁴¹ F. Douglas Foster - S. Vish Viswanathan, "Variations in Trading Volume, Return Volatility and Trading Costs: Evidence on Recent Price Formation Models", **The Journal of Finance**, Vol.48, No.1, 1993, p.187.

⁴² Charles M. Jones - Paul J. Seguin, "Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation", **American Economic Review**, Vol.87, No.4, September 1997, p.736.

⁴³ The Bid-Ask Spread: Aracı kurumların yaptığı işlemi ifade etmektedir. Bid, aracı kuruluşun menkul kıymeti almaya razı olduğu fiyat, ask ise, satmaya razı olduğu fiyattır.

⁴⁴ Robin K. Chou - George H. K. Wang, "Transaction Tax and Market Quality of the Taiwan Stock Index Futures", **Journal of Futures Markets**, Vol.26, No.12, December 2006, p.23.

⁴⁵ Badi H. Balgati - Dong Li - Qi Li, "Transaction Tax and Stock Market Behaviour: Evidence from an Emerging Market", **Empirical Economics**, Vol.31, No.2, Spring 2006, p.393.

Mulherin ise, Stiglitz ile Summers ve Summers'in da iddia ettiği gibi, işlem maliyetlerinde oluşan artışın ticaret hacmini düşüreceğini, ancak volatilitenin artacağı tespit etmiştir⁴⁶.

Hau ise Fransız Borsası üzerinden yürüttüğü çalışmada, işlem maliyetlerinin volatilitiyi trmandırdığına dair bulgular elde etmiştir. Bunun en temel nedeni, verginin kısa dönemli spekülative ticareti caydırıcı olmasıdır. Yazara göre spekülasyon doğru fiyat oluşumuna katkı sağlamaktadır⁴⁷.

Lanne ve Vesala, teorik ve ampirik olarak hazırladıkları modelde, döviz değişim işlemleri üzerine bir vergi uygulandığını ve rasyonel ve rasyonel olmayan iki tip yatırımcının bulunduğunu varsaymışlardır. Teorik modele göre vergi, rasyonel olmayan yatırımcıları daha fazla etkileyecektir. Bu nedenle piyasada volatilité azalacak, istikrar elde edilecektir. Ancak ampirik sonuçlar tam tersini göstermektedir⁴⁸.

Aliber, Chowdhry ve Yan, 1977-1999 dönemine ilişkin, İngiliz Poundu, Alman Markı, Japon Yeni ve İsveç Frangından oluşan dört para biriminin değişimi üzerine vergi konulduğu varsayımıyla, işlem hacmi ve volatilitiyi içeren zaman serileri oluşturmuşlardır. Bunun sonucunda işlem maliyetlerinin spekülative işlem hacmini azalttığını, volatilitiyi ise arttırdığını tespit etmişlerdir⁴⁹.

Domowitz, Glen ve Madhavan, tek taraflı olarak işlem maliyetlerinde gerçekleşen artışın, uluslararası yatırımcının tercihlerini etkilediğini, piyasada işlemci sayısının önemli oranda azaldığını, volatilitenin ise yükseldiğini belirlemişlerdir⁵⁰.

Li ve Zhang, Çin Hükümetinin, işlem vergilerini %0.03'ten %0.05'e arttıracığını açıklamasının ardından bunun olası sonuçlarını ampirik açıdan incelemişlerdir. Bunun sonucunda oransal artışın hem vergi gelirlerini hem de volatilitiyi arttıracığını tespit etmişlerdir. Ancak volatilitédeki artış yüksek düzeyde iken, vergi gelirlerindeki artış düşük kalmıştır⁵¹.

Ono ve Hayashida, Japonya, Avustralya, Hong Kong, Güney Kore, Çin ve Hindistan'dan oluşan altı Asya-Pasifik ülkesinde uygulanan menkul kıymet işlem vergilerinin etkilerini ampirik

⁴⁶ J. Harold Mulherin, "Regulation, Trading Volume and Stock Market Volatility", **Revue Economique**, Vol.41, No.5, 1990, p.394.

⁴⁷ Harald Hau, "The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse", **Journal of the European Economic Association**, Vo.4, No.4, 2006, pp.19-20.

⁴⁸ Markku Lanne - Timo Vesala, "The Effect of A Transaction Tax on Exchange Rate Volatility", **Bank of Finland Research Discussion Paper**, No.11/2006, 2006, p.19.

⁴⁹ Robert Z. Aliber - Bhagwan Chowdhry - Shu Yan, "Some Evidence That A Tobin Tax on Foreign Exchange Transactions May Increase Volatility", **European Finance Review**, No.7, 2003, p.7.

⁵⁰ Ian Domowitz - Jack Glen - Ananth Madhavan, "Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time", **International Finance**, Vol.4, No.2, Summer 2001, pp.21-22.

⁵¹ Li Zhang - Dong Li, "The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an Emerging Market", **East California University Economics Research Paper**, July 2001, pp.19-20.

açından incelemiştir. Buna göre, Japonya ve Avustralya'daki uygulamaların volatilitiyi arttırdığı sonucuna ulaşırken, Çin'deki uygulamanın azalttığı tespit edilmiştir. Diğer ülkelerde ise, ilişki bulunamamıştır⁵².

Green, Maggioni ve Victor, Londra Borsası üzerinden yürüttükleri çalışmada, işlem vergilerinin uzun ve kısa dönemli etkilerinin farklı olduğu sonucuna varmışlardır. Buna göre kısa dönemde maliyet artışının volatilitiyi arttırdığını, uzun dönemde ise azalttığını ve varlık fiyatlarının temel piyasa değerine yaklaştığını tespit etmişlerdir⁵³.

French ve Roll, yüksek işlem sıklığının ve neden olduğu likidite fazlasının volatilitiyi yükselttiği sonucuna ulaşmışlardır. Buradan işlem maliyetlerinde yaşanacak bir artışın ticaret hızını düşürerek istikrar sağlayıcı bir özelliğinin olacağı yorumu çıkarılabilir⁵⁴.

Wang ve Yau'ya göre, işlem hacmi ile volatilité arasında sıkı bir ilişki söz konusudur. Uygulanacak bir FİV, hem işlem hacmini, hem de volatilitiyi azaltacaktır. Bu durumda piyasa daha istikrarlı bir hale gelecektir⁵⁵.

Roll, 1987 Borsa Krizini incelemiş ve sadece kriz döneminde değil, normal dönemlerde de yüksek bir volatilité olduğunu tespit etmiştir. Ona göre, bunun temel nedeni düşük işlem maliyetleridir. Menkul kıymetlerin alım satımına uygulanacak bir FİV, uygun bir regülasyon aracı olacaktır. Bu sayede volatilité azalacaktır⁵⁶.

Liu ve Zhu, Tokyo Borsasının deregülasyon sonrasında daha istikrarsız bir hale geldiğini tespit etmişlerdir. Yapılan ampirik çalışmaya göre uygulanacak bir FİV, gürültücü yatırımcıları piyasadan uzaklaştıracağı için, istikrar sağlayıcı olacaktır⁵⁷.

Bessembinder, NYSE (New York Stock Exchange) ve NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) üzerinden yürüttüğü çalışmasında, artan işlem

⁵² Hiroyuki Ono - Minoru Hayashida , "Transaction Tax and Stock Return Volatility Cross-Country Evidence from Asia-Pacific Countries Based on High Frequency Data", **The Society for Economic Study Working Paper**, No.2011-9, March 2012, p.10.

⁵³ Christopher J. Green - Paolo Maggioni - Victor Murinde, "Regulatory lessons for emerging stock markets from a century of evidence on transactions costs and share price volatility in the London Stock Exchange" **Journal of Banking & Finance**, Vol.24, No.4., April 2000, p.595.

⁵⁴ Kenneth R. French - Richard Roll, "Stock Return Variance The Arrival of Information and the Reaction of Traders", **Journal of Financial Economics**, No.17, 1986, p.595.

⁵⁵ George H. K. Wang - Jot Yau, "Trading Volume, Bid-Ask Spread, And Price Volatility in Futures Markets", **Journal of Future Markets**, Vol.20, No.2, November 2000, p.943.

⁵⁶ Richard Roll, "Price Volatility, International Market Links, And Their Implications for Regulatory Policies", **Journal of Financial Services Research**, Vol.3, No.2-3, 1989, p.113.

⁵⁷ Shinhua Liu - Zhen Zhu, "Transaction Costs and Price Volatility: New Evidence from the Tokyo Stock Exchange", **Journal of Financial Services Research**, Vol.36, No.1, 2009, p.65.

maliyetlerinin hem the bid-ask spread farkının azalmasına, hem de volatilitenin düşürülmesine katkı sağladığı sonucuna varmıştır⁵⁸.

Görüldüğü gibi, işlem maliyetlerinin, işlem hacmi ve volatilité üzerine etkisini inceleyen ampirik çalışmalar, farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Ancak büyük kısmı, finansal işlemlerde görülen maliyet artışının negatif etkiler doğuracağını tespit etmiştir. Schulmeister'a göre bunun en temel nedeni, ampirik çalışmaların kısa döneme odaklanmasıdır. Bu haliyle sonuçlar, volatilitenin azalacağını gösterse bile güvenilir değildir. Çünkü yazara göre, bir FİV, kısa dönemde değil, uzun dönemde istikrar sağlayıcıdır⁵⁹.

b. Devlete Gelir Sağlamak

Finansal işlem vergilerini uygulamaya koymanın amaçlarından biri de devlete gelir sağlamaktır. 1970'li yıllardan itibaren başlayan ticari ve finansal serbestleşme devletlerin vergi gelirlerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu başlıkta söz konusu durumu şu şekilde açıklamak mümkündür.

1970'li yıllardan itibaren ticari ve finansal serbestleşme akımları üretim faktörlerinin mobilitelerini arttırmıştır. Bilindiği üzere üretim faktörleri emek, sermaye, doğal kaynak ve girişimciden oluşmaktadır. Söz konusu faktörlerden, sermaye ve girişimcinin uluslararası hareketliliği artarken, emek gücünün aynı akışkanlıkta hareket etmesi mümkün olmamıştır. Bu durumda yatırımların vergi yükü ve işgücü maliyetine duyarlılığı artmıştır.

Düşük vergi oranları ve ucuz iş gücüne sahip ülkeler, doğrudan veya finansal, yatırımcıların göz bebeği haline gelmiştir. Yatırımların ülke dışına kaymasına engel olmak ya da kendi ülkelerine çekmek isteyen devletler, birbirleriyle vergi rekabeti içerisine girmişlerdir. Vergi rekabeti, firma ve ulusal düzeyde rekabet gücünü arttırmak isteyen idari birimlerin vergilendirme yetkisine sahip olduğu alanlarda, rakip idari birimlere kıyasla mükelleflerin vergi yüklerini azaltmak veya düşük tutmak suretiyle potansiyel olarak mobilitesi yüksek olan üretim faktörleri için, kendi idari birimlerini cazip hale getirme çabası olarak ifade edilebilir⁶⁰.

⁵⁸ Hendrik Bessembinder, "Trading Costs and Return Volatility: Evidence from Exchange Listing", **NYSE Working Paper**, No.98,02, August 1998, p.15.

⁵⁹ Schulmeister, "Implementation of a General Financial Transactions Tax", p.19.

⁶⁰ Coşkun Can Aktan - İstiklal Yaşar Vural, "Vergi Rekabeti", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.22, Ocak-Haziran 2004, s.2.

Yaşanılan vergi rekabeti, ülkeleri mali açıdan zayıflatmıştır. Küreselleşmeyle beraber vergi gelirlerinin bileşimi de değişmiştir. Bu süreçte gelir üzerinden alınan, kişisel gelir vergisi ve kurumlar vergisi oranları önemli düzeyde azalmıştır. Söz konusu azalışı telafi etmek için, tüketim üzerinden elde edilen KDV ve özel tüketim vergisi (ÖTV) gibi dolaylı vergilerin tabanı ve oranı arttırılmıştır. Ancak bu tip vergiler, ödeme gücü ilkesini gözetmediği, genellikle de vergi yükü, alt ve orta gelir grubundaki mükellefleri etkilediği ve gelir dağılımını bozduğu gerekçesiyle sıklıkla eleştirilmektedir. Ayrıca tüketimi azalttığından, büyümeyi de negatif yönde etkilemektedir.

Tablo 4, seçilmiş bazı OECD ülkelerindeki kurumlar vergisi oranlarının yıllar itibariyle seyrini göstermektedir. Görüldüğü üzere verginin oranı, tüm ülkelerde 1980'li yıllardan sonra sürekli olarak azalmıştır. Ortalama oran 1981 yılında %41,9 olarak hesaplanırken, daha sonra 1985 yılında %42,9, 1990 yılında %35,8, 1995 yılında %33,4, 2000 yılında %31, 2005 yılında %26,6, 2014 yılında, %24,6, 2014 yılında ise, %23,4 düzeyindedir.

Tablo 4: Bazı OECD Ülkelerinde Kurumlar Vergisi Oranları (%) (1981-2014)

Ülkeler	1981	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2014	1981-2014 Değişim
Avustralya	46	46	39	36	34	30	30	30	-16
Avusturya	55	55	30	34	34	25	25	25	-30
Belçika	48	45	41	39	39	33	33	33	-15
Kanada	36	36	28	28	28	21	18	15	-21
Çek Cumhuriyeti	-	-	-	41	31	26	19	19	
Danimarka	40	50	40	34	32	28	25	24,5	-15,5
Estonya	-	-	-	-	26	24	21	21	
Finlandiya	43	43	25	25	29	26	26	20	-23
Fransa	50	50	37	33,3	33,3	33,3	34,43	34,43	-15,57
Almanya	56	56	50	45	40	25	15	15	-41
Yunanistan	45	49	46	35	40	32	24	26	-19
Macaristan	-	-	40	18	18	16	19	19	
İzlanda	-	-	-	-	30	18	18	20	
İrlanda	45	50	43	38	24	12,5	12,5	12,5	-32,5
İsrail	-	-	-	-	36	34	25	26,5	
İtalya	25	36	36	37	37	33	37,5	27,5	2,5
Japonya	42	43	37,5	37,5	30	30	30	25,5	-16,5
Lüksemburg	40	40	34	33	30	22	21	21	-19
Meksika	42	42	36	34	35	30	30	30	-12
Hollanda	48	43	35	35	35	31,5	25,5	25	-23
Yeni Zelanda	45	45	33	33	33	33	30	28	-17
Norveç	29	29,8	29,8	19,8	28	23,7	28	27	-1
Polonya	-	-	-	40	30	19	19	19	
Portekiz	40	45	36,5	36	32	25	25	23	-17
İspanya	33	35	35	35	35	35	30	30	-3
İsveç	40	52	40	28	28	28	26,3	22	-18
İsviçre	9,8	9,8	9,8	9,8	8,5	8,5	8,5	8,5	-1,3
Türkiye	50	45	45	45	30	30	20	20	-30
İngiltere	52	40	34	33	30	30	28	21	-31
ABD	46	46	34	35	35	35	35	35	-11
Ortalama Vergi Oranı	41,9	42,9	35,8	33,2	31	26,6	24,6	23,4	-18,5

Kaynak: Ramazan Armağan - Murat İçmen, "Vergi Rekabeti ve Türkiye'ye Yansımaları", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.17, S.2, 2012, s.157. ve OECD'den elde edilen verilerle hazırlanmıştır.

Tablo 5 ise, yine seçilmiş bazı OECD ülkelerindeki kişisel gelire uygulanan gelir vergisi oranlarının en üst dilimindeki değişimi göstermektedir. Buradan da kurumlar vergisi oranlarındaki değişime benzer bir sonuç ortaya çıkmaktadır.1980 yılında %68,7 olan ortalama oran, 2013 yılına gelindiğinde %45,4'e gerilemiştir.

Tablo 5: Bazı OECD Ülkelerinde En Üst Gelir Dilimine Uygulanan Gelir Vergisi Oranları (%) (1980-2013)

Ülkeler	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013	1980-2013 Değişim
Avustralya	62	60	49	47	48,5	48,5	46,5	46,5	-15,5
Belçika	76	76	58	61	42,6	45,1	45,3	45,3	-30,7
Kanada	64	57	49	49	47,9	46,4	46,4	49,5	14,5
Danimarka	66	73	68	64	54,3	55	48,1	56,2	-9,8
Finlandiya	68	67	60	57	52,6	49,9	48,2	48,9	-19,1
Fransa	60	65	60	62	40,5	36,5	38,4	54,1	-5,9
Almanya	65	65	53	57	53,8	43,5	47,5	47,5	-17,5
Yunanistan	60	63	50	45	37,9	33,6	37,8	46	-14
İtalya	72	81	66	67	46,4	44,1	40,5	47,3	-24,7
Japonya	75	70	65	65	45,5	47,1	47,2	50,6	24,4
G.Kore	89	65	64	48	36,7	35,6	35,3	38,1	-50,9
Meksika	55	55	40	35	40	22,5	30	30	-25
Hollanda	72	72	60	60	60	52	49,5	49,9	-22,1
Yeni Zelanda	66	66	33	33	39	39	35,5	33	-33
Norveç	75	64	51	42	47,5	43,5	40	40	-35
İspanya	66	66	56	56	48	45	43	52	-14
İsveç	87	80	65	50	55	56,6	56,6	56,7	-30,3
İsviçre	38	40	38	37	38	36,7	36,4	36,1	-1,9
Türkiye	75	63	50	55	40	35	35	35	-40
İngiltere	83	60	40	40	40	40	50	45	-38
ABD	70	50	33	40	46,5	41,3	41,7	46,3	23,7
Ortalama Vergi Oranı	68,7	64,6	52,7	50,9	45,7	42,7	42,8	45,4	-21,6

Kaynak: Armağan - İçmen, a.g.m., s.158. ve OECD'den elde edilen veriler yardımıyla hazırlanmıştır.

Vergi kapasitesinde yaşanan bu düşüş, yeni gelir kaynaklarına olan ihtiyacı arttırmış ve ülkelerin bu yönde arayışlara girmesine neden olmuştur. Buna karşılık finansal sektörün görece düşük vergi oranlarına sahip olması ve KDV gibi bir verginin bulunmaması, dikkatleri bu alana çekmiştir. Ayrıca finansal serbestleşme sonrası artan krizlerin yarattığı maliyetler de, kamu maliyesi üzerinde önemli bir baskı unsuru olmuştur.

2008-2010 küresel kriz döneminde, G-20 ülkelerinin, krizden çıkış için sağladığı doğrudan kamu desteği, bu ülke grubunun GSYİH'sının %2,8'ine tekabül etmektedir. En çok etkilenen ülkelerde ise, %4-6 arasında gerçekleşmiştir. Ayrıca hazine garantileri ve kamulaştırmalar gibi bir takım ilave mali yükümlülükler dâhil edildiğinde, oran milli gelirin %25'i düzeyine erişmektedir. Söz konusu etki, kendini kamu borçlarında yaşanan artışla da göstermektedir. Yine aynı ülke grubunda, 2008-2015 arası dönemde ortalama borç oranının %40'ın üzerinde olması beklenmektedir⁶¹.

Euro Bölgesi başta olmak üzere, Avrupa bankacılık sektörüne sağlanması gereken likidite ve sermaye desteği nedeniyle oluşacak mali yükün önümüzdeki dönemlerde de artarak, kamu mali dengesinde daha fazla bozulmalara neden olacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, bu güne kadar sağlanan ve önümüzdeki dönemde yapılacak devlet yardımlarının, kısmen de olsa sektörden geri alınması söz konusu olmaktadır. Bir başka argüman da, gelecekte ortaya çıkabilecek finansal krizlere karşı fon oluşturmaktır. Bu fonunun, kriz dönemlerinde devreye sokulacak kurtarma operasyonlarının finansmanında kullanılması önerilmektedir⁶². İşte FİV, barındırdığı yüksek gelir potansiyeli ile sayılan problemlere çare olabilecek niteliktedir.

Tablo 6, literatürde FİV üzerine yapılan bazı önemli çalışmaların gelir tahminlerini göstermektedir. Aynı çalışmanın kendi içerisinde sunulan farklı gelir aralıkları, işlem hacminde beklenen azalmaya göre değişiklik göstermektedir. Tabloda gösterilen söz konusu çalışmalara göre verginin, 19,6 milyar \$ ile 266 milyar \$ arasında değişen bir gelir potansiyeli mevcuttur. Aralığın bu kadar geniş olmasının temel nedeni, tabanlar ve oranlar arasındaki farklılıktır. Örneğin spesifik bir döviz işlem vergisi olan Tobin vergisine göre geniş tabanlı bir FİV, çok daha yüksek gelir imkanı sunmaktadır.

⁶¹ IMF Staff, "A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector", **Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material**, September 2010, p.2.

⁶² Begüm Güler - Esra Keleş - Özgür Uçar, "Finansal İşlem Vergileri ve Avrupa Birliği Uygulaması", **Türkiye Cumhuriyet Avrupa Birliği Bakanlığı Ekonomik ve Mali Politikalar Başkanlığı**, Temmuz 2012, s.8.
http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/finansal_islem_vergisi_empb_print_version.pdf, (13.11.2014).

Tablo 6: Finansal İşlem Vergisi Üzerine Gelir Tahminleri

Kaynak	Vergi Türü	Açıklama	Vergi Tabanı	Vergi Oranı (%)	Gelir Tahmini (Milyar \$)
Pollin et. al. (2002)	FİV	ABD Düzeyinde	Hisse Senetleri	0,5	27,5-5,9
			Hazine Bonosu	0,01	20,8-41,6
			Şirket Tahvili	0,01	11,1-22,1
			Futures İşlemler,	0,002	1,3-2,6
			Opsiyon İşlemler,	0,5	3,3-6,5
			Swap İşlemler	0,02	2,2-4,4
Toplam		66,1-132,1			
Schmidt (2007)	Tobin	ABD Doları, Euro, Japon Yeni ve İngiliz Sterlini ile gerçekleştirilen spot ve türev işlemler	ABD Doları	0,5	28,4
			İngiliz Sterlini	0,5	12,3
			Euro	0,5	5,6
			Japon Yeni	0,5	5
			Toplam		33,4
Schulmeister (2008)	FİV	Küresel Çapta	Hisse Senetleri,	0,01	6,6-7
			Bono ve Tahviller,	0,01	1,4
			Organize Piyasalardaki Türev İşlemler,	0,01	110-147
			Tezgâh Üstü Piyasalardaki Türev İşlemler	0,01	83-111
			Toplam		202-266
Sprat (2006)	Tobin	ABD Doları, Euro, Japon Yeni ve İngiliz Sterlini ile gerçekleştirilen spot ve türev işlemler	ABD Doları	0,5-1	10,7-20,9
			Euro	0,5-1	4,3-8,4
			Japon Yeni	0,5-1	2,5-4,9
			İngiliz Sterlini	0,5-1	2,1-4,1
			Toplam		19,6-38,3

Kaynak: Thornton Matheson, "Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence", IMF Working Paper, No.

WP/11/54, Mart 2011, p.11.

FİV'in yaratması beklenen gelir, %0,01 gibi düşük bir oranda dahi, KDV'nin uygulanması durumunda elde edilecek miktara erişmektedir. Örneğin Schulmeister tarafından yapılan bir çalışmaya göre, AB genelinde uygulanacak geniş tabanlı FİV sayesinde, GSYİH'nın %0,62'si ile %0,82'si arasında bir gelir elde edilmesi beklenmektedir. Aynı çalışmaya göre, eğer finansal

sistemde KDV uygulansaydı da milli gelirin %0,7'si kadar bir gelir oluşturacaktı. Buna göre vergi, KDV'nin boşluğunu rahatlıkla doldurabilecektir⁶³.

Kapoor'a göre FİV'in bir başka olumlu özelliği, toplanması ve uygulanması kolay bir vergi olmasıdır. Örneğin, Birleşik Krallık bünyesinde toplanan her Pound'luk damga vergisinin, sadece 0,02 Pence'lik bir maliyeti olmaktadır. Gelir vergisinde ise, bu söz konusu maliyet 50 kat daha fazladır. Ayrıca piyasadaki yatırımcılar, adı geçen işlem vergisini karmaşıklık ya da benzeri birtakım şeylerle nitelendirmemektedir. Aksine bu gibi eleştiriler daha ziyade kurumlar vergisi ve gelir vergisi üzerine yoğunlaşmaktadır⁶⁴.

FİV'in gelir potansiyelini belirleyen en önemli noktanın, verginin tabanı ve oranı olduğu ifade edilebilir. Ayrıca geniş bir taban oluşturmak, vergiden kaçınmayı önleyecek ve bunun yanında finans piyasalarındaki bozukluğu giderecektir. Şöyle ki; hisse senetlerini vergilendirirken, borç senetlerini vergilendirmemek eğilimin borç senetlerine kaymasına yol açacaktır. Ya da başka bir örnekle, spot işlemlerini vergilendirirken, swap, future ve opsiyon işlemlerini istisna tutmak, finansal piyasalardaki riski arttıran türev işlemler hacminin artmasına yol açacaktır⁶⁵.

Özetle FİV, piyasa bozukluklarını giderecek şekilde iyi tasarlandığında adeta kazan-kazan fırsatı sunmaktadır. Çünkü sadece aşırı finansal spekülasyonu törpülemekle kalmayacak, aynı zamanda bu amacında başarısız olsa bile, mali açıkları azaltmada ve verimli kamu yatırım projelerinin finansmanında kullanılabilir büyük bir gelir oluşturacaktır. Ayrıca bu iyi tasarlanmış vergi ile makroekonomik şartların gerektirdiği durumlarda, oransal açıdan artırılıp azaltılarak, finansal spekülasyonun giderilmesi ya da kamu gelirlerinin artırılması arasında tercih imkânı doğacaktır. Yani söz konusu vergi, hükümetlerin daha özgür ekonomi politikaları izlemelerine olanak tanıyacaktır⁶⁶.

⁶³ Stephan Schulmeister, "A General Financial Transaction Tax: A short Cut of the Pross, the Cons and a Proposal" **WIFO Working Paper**, No.344/2009, October 2009, pp.14-15.

⁶⁴ Sony Kapoor, "Financial Transaction Taxes Necessary, Feasible and Desirable", **Foundation for European Progressive Studies Working Paper**, March 2010, p.19.

⁶⁵ Thornton Matheson, "Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence", **IMF Working Paper**, No. WP/11/54, Mart 2011, p.27-28.

⁶⁶ Robert Pollin - Dean Baker - Marc Schaberg, "Securities Transaction Taxes for U.S. Financial Markets" **Political Economy Research Institute Working Paper**, No.20, October 2002, p.10.

c. *Küresel Kamusal Malların Finansmanına Kaynak Sağlamak*

Dünya Bankası'nın yapmış olduğu tanıma göre küresel kamusal mallar, kalkınmanın sağlanmasında ve yoksullukla mücadelede son derece önemli, yeterli düzeyde sunumu için ülkelerin işbirliğini ve ortak hareket etmesini gerekli kılan, sınır ötesi dışsallıklara sahip hizmetler, kurallar ve politik sistemlerdir. Bu tanımda, söz konusu malların yaratmış olduğu dışsallıklar ve kolektif hareketin önemine vurgu yapılmaktadır⁶⁷.

Küresel kamusal bir malın küresel niteliği malın yaydığı dışsallığın birden fazla ülkeye, pek çok insana ya da gelecek nesillere yayılmasıyla ilgilidir. Ancak yayılma eşit düzeyde olmayabilir. Kamusal niteliği ise, bu malların tüketiminde bireyler arasında bir rekabetin olmaması ve bireylerin bu malın tüketiminden alı konulamaması dışlanmasının mümkün olmamasından gelmektedir⁶⁸.

Günümüzde küreselleşmeyle beraber birçok sorun tek bir ülkenin veya bölgenin sorunu olmaktan çıkmıştır. Reel veya finansal krizler, terörizm, hastalıklar, salgınlar, iklim değişikliği, yoksulluk ve açlık gibi problemler küresel kamusal mal kapsamında yer almaktadır. İşte FİV, barındırdığı yüksek gelir potansiyeli sayesinde, bu tip dışsallıklara kaynak sağlama ve mücadele etmenin ender yollarından bir tanesidir⁶⁹.

Tobin, bu amaçlara ulaşabilmek amacıyla tasarlanmış bir verginin, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar eliyle toplanmasının gerekliliğini vurgulamıştır. Konuya destek sunan bazı iktisatçılar ise, verginin toplanmasıyla yükümlü, yeni bir kuruluşun oluşturulmasının daha doğru olacağını belirtmektedirler. Ancak çoğu iktisatçıya göre de, elde edilen gelirin söz konusu amaç doğrultusunda kullanılabilmesi pek mümkün değildir. Çünkü, verginin yerleştirildiği merkezdeki hükümetlerin, böyle büyük bir gelir kaynağını uluslararası kuruluşların denetimine bırakmasını beklemek gerçekçi değildir⁷⁰.

⁶⁷ World Bank, "Poverty Reduction and Global Public Goods: Issues for the World Bank in Supporting Global Collective Action", **Development Committee**, Washington, No.DC/2000-16, September 2000, p.2.

⁶⁸ Zeliha Göker, "Küresel Kamusal Bir Mal: Finansal İstikrar", *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, S.17, 2009, s.8.

⁶⁹ IPS, a.g.m., p.1.

⁷⁰ Seyhan Erdoğan, "Küresel Mali Reform ve Tobin Vergisi", *Mülkiye Dergisi*, C.25, S.229, 2001, s.158.

d. Vergilemede Adalet İlkesinin Sağlanması

Finansal sistem, serbestleşme hareketleri neticesinde görece düşük vergi oranlarına sahiptir. Üstelik sistem içerisinde, yüksek kazanç ve karlara sahip olan kurum ve yatırımcılara KDV benzeri herhangi bir satış vergisi de uygulanmamaktadır. Bu durum, vergilemede adalet ilkesini bozduğu gerekçesiyle sıklıkla eleştirilmektedir. İşte FİV'in amaçlarından bir tanesi de, sistemde KDV'nin boşluğunu doldurarak, söz konusu bu bozukluğu ortadan kaldırmaktır.

Hem 17. yüz yıl klasik iktisadının, hem de modern vergileme ilkelerinin kabul ettiği vergilemede adalet ilkesi, vergi yükünün toplumca uygun kabul edilebilecek seviyede dağılımını ifade eder. Adaletli bir vergi, hem yatay, hem de dikey adalete uygun olmalıdır. Yatay adalet, eşit durumda bulunan kişilerin eşit biçimde veriletilmesini gerektirir. Dikey adalet ise, iktisadi gücü daha yüksek kişinin, güçsüz olana göre daha fazla vergi yükü taşımasının gerekliliğini vurgular. Bunun tesis edilebilmesi için, ödeme gücü veya faydalanma ilkesine dayanılarak toplanmalıdır⁷¹.

Faydalanma ilkesi, piyasa tarafından üretilmeyen, devletin sunmak zorunda olduğu kamusal mal ve hizmetlerin finansmanına yönelik ve kişilerin bu mal ve hizmetlerden yararlanma oranına göre vergilendirilmelerini öngören bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre adalet, ancak kişilerin mal ve hizmetlerin bedelini ödemeleriyle sağlanır. Temel amaç birisinin kullandığı mal ve hizmetlerin bedelinin başkalarına yüklenmemesi ve kaynak dağılımında etkinliğin sağlanmasıdır. Burada vergi yükünün dağılımında piyasa kurallarının kullanılması söz konusudur. Böylece her yükümlünün gönüllü biçimde kamusal faaliyetlere yapmak isteyeceği katkı ile ödeyeceği vergi aynı olacaktır⁷².

İktidar ilkesi olarak da ifade edilen ödeme gücü ilkesi ise, kişileri ödeme güçlerine göre vergiye tabi tutmayı amaçlamaktadır. Yani söz konusu ilke, eşit mali güce sahip olanların eşit biçimde, farklı mali güce sahip olanların, farklı biçimde vergilendirilmesidir. Eski devirlerde servet, ödeme gücünün ağırlıklı göstergesi olarak kabul edilirken, günümüzde gelir ve tüketim düzeyi de ödeme gücünün göstergesi olarak kabul edilmektedir⁷³.

Ödeme gücü ilkesinde, fayda ilkesindeki gibi, kaynak dağılımında etkinlik düşünülmez, tek amaç gelir dağılımında adalettir. Bu bakımdan vergi veren kişinin ödeme gücü esas alınmakta,

⁷¹ Özhan Uluatam, **Kamu Maliyesi**, 9.b., İmaj Yayınevi, Ankara, 2005, ss.291-292.

⁷² Nihat Edizdoğan - Özhan Çetinkaya - Erhan Gümüş, **Kamu Maliyesi**, 4.b., Ekin Yayınevi, Bursa, 2012, s.242.

⁷³ Metin Erdem - Doğan Şenyüz - İsmail Tatlıoğlu, **Kamu Maliyesi**, 5.b., Ekin Yayınevi, Bursa, 2005, ss.108-109.

kamusal faaliyetlerden sağlanan fayda önemli olmamaktadır. Ödeme gücü ilkesinin amacı, vergi yükü dağılımında adalet sağlayarak, gelir bölüşümündeki adalete yaklaşımdır⁷⁴.

II. KURAMSAL OLARAK FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ

Bu başlıkta, teorik düzeyde tartışılan çeşitli finansal işlem vergisi öneri ve bu önerilere getirilen eleştiriler üzerinde durulacaktır.

A. ÇEŞİTLİ FİNANSAL İŞLEM VERGİSİ ÖNERİLERİ

Finansal işlemler üzerine getirilen vergileri ifade eden FİV, teoride Tobin vergisi, Spahn vergisi, Eichengreen-Wyploz vergisi, genel finansal işlem vergisi gibi çeşitli adlarla ortaya konmuştur. Son dönemde ise, IMF tarafından gündeme getirilen vergilerin de bu türden vergiler olduğu söylenebilir. Bunlardan Tobin vergisi, daha sonradan tartışılan işlem vergilerinin de çıkış noktasıdır. Özellikle ardından gelen Spahn vergisi ve Eichengreen-Wyploz vergisi, söz konusu verginin türevi niteliğindedir ve temel amacı Tobin'in önerisinin eksikliklerini gidererek, vergiyi daha fonksiyonel hale getirmektedir. Genel finansal işlem vergisi, 2008 küresel finans krizinin ardından Avusturyalı iktisatçı Stephan Schulmeister tarafından gündeme getirilmiştir. Tüm finansal araçları kapsayan geniş tabanlı ve tek oranlı bir vergidir. IMF'nin önerdiği vergiler ise, adı geçen işlem vergilerine bir alternatif olarak tasarlanmıştır.

1. Tobin Vergisi

Tobin vergisi, James Tobin tarafından, ilk kez 1972 yılında bir konferansta, daha sonra 1978 yılında bir makalede, sistematik ve kapsamlı biçimde açıklanmış ve uluslararası döviz piyasaları için önerilmiştir⁷⁵. Yale Üniversitesi öğretim üyelerinden olan Tobin, 1950 sonrasında önde gelen Keynesyen iktisatçılarından. 1981 yılında portföy teorisi üzerine yapmış olduğu çalışmalarla Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazanmıştır.

⁷⁴ Edizdoğan, Çetinkaya - Gümüş, a.g.e., s.244.

⁷⁵ James Tobin, "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, Vol.4, No.3-4, 1978, p.6.

Tobin'e göre döviz piyasalarında spekülasyondan kaynaklanan bir istikrarsızlık mevcuttur ve bunun asıl nedeni, iddia edildiği gibi 1970'lerden sonra sabit döviz kurunu terk eden ülkelerin, esnek döviz kuru sistemine geçmesi değildir. Ona göre asıl neden, finansal sermayenin aşırı hareketli yapısıdır. Bu nedenle rejimi tartışmak gerçek problemin ortaya çıkmasını engellemektedir. Söz konusu aşırı hareketli yapı, faiz oranlarının yükselmesine neden olurken, hükümetlerin ve merkez bankalarının, özgür para ve maliye politikaları izlemesini güçleştirmektedir⁷⁶.

Tobin'e göre, uluslararası piyasalarda istikrar sağlamanın başlıca iki yolu vardır. Birincisi, dünya genelinde tek bir para birimi yaratmak ve ortak para ve maliye politikası izleyebilecek ekonomik entegrasyonu sağlamaktır. İkincisi ise, para ve sermaye piyasalarında merkez bankalarının ve hükümetlerinin uygun politik amaçları gerçekleştirmek için yetki ve otonomilerinin artırılmasıdır. Ancak, birinci seçeneğin oluşturulması, ne kısa, ne orta, ne de uzun vadede mümkün görünmemektedir. Bu nedenle, vergi politikasından yararlanmak suretiyle ikinci seçeneği önermektedir. Yani ona göre söz konusu politika, makroekonomik istikrarı sağlamada en iyi ikinci seçenektir. Tobin bu işlemi, "aşırı yağlanmış uluslararası döviz piyasası çarklarına bir avuç kum atmak" olarak nitelemektedir⁷⁷.

James Tobin'in önerisinin temel amacı, döviz alım satımları üzerine, %0,1 ile %0,5 arasında değişen küçük oranlı ad valorem bir vergi uygulamak suretiyle, döviz spekülasyonunu azaltmak ve döviz kurlarını istikrarlı hale getirmek, küresel mal ve hizmet ticareti için güvenli bir ortam sağlamak, bunun yanında ulusal hükümetlerin ve merkez bankalarının özgür para ve maliye politikaları izleyebilmeleri için imkân yaratmak olarak belirtilebilir⁷⁸. Ayrıca vergi, barındırdığı yüksek gelir potansiyeli ile kamu açıklarını kapatmada ve bazı küresel kamusal dışsallıkların önlenmesinde kaynak sağlayacaktır. Tobin'e göre bu tür bir işlem vergisinin, dünya ticaret hacminde önemli paya sahip olan belli başlı para birimlerine uygulanması yeterli olabilecektir⁷⁹.

Felix'e göre, "aşırı yağlanmış uluslararası döviz piyasası çarklarına bir avuç kum atma" işlemi, döviz kurlarındaki istikrarsız aşırı volatilitate problemini büyük ölçüde önleyecektir. Üstelik vergi, hükümetlerin, istihdama ve gelir dağılımına yönelik politikalar izlemesine hem imkân tanyacak, hem de taşıdığı yüksek gelir potansiyeli ile kaynak sağlayacaktır⁸⁰.

⁷⁶ Tobin, a.g.m., pp.2-3.

⁷⁷ Tobin, a.g.m., p.4.

⁷⁸ Korkut A. Ertürk, "On the Tobin Tax", **Review of Political Economy**, Vo.18, No.1, January 2006, pp.71-72.

⁷⁹ Burçak Tulay - Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar", **Bankacılar Dergisi**, S.31, Aralık 1999, p.15.

⁸⁰ David Felix, "Financial Globalization and the Tobin Tax", **Challenge**, Vo.38, No.3, May-June 1995, p.58.

Angelis, Tobin vergisinin uygulanmasının gerekliliğini üç temel neden ile özetlemiştir. Buna göre ilk olarak, sadece kısa dönemli spekülâtif hareketleri cezalandıracak küçük oranlı bir vergi olacaktır. Bu şekilde uluslararası döviz piyasalarının iyi yağlanmış çarklarına bir avuç kum atılmış olacaktır. Böylelikle, spekülâtif faaliyetlerin karlılığı azalacak ve döviz kurları reel ekonomideki uzun dönemli mal ve hizmet talebini yansıtacaktır. İkincisi, hükümetlere ve merkez bankalarına, büyük bir otonomi sağlayacak ekonomi politikaları izlemelerine imkân tanıyacaktır. Üçüncüsü, kamu açıklarını kapatmada ve küresel kamusal mallarla mücadelede kullanılabilir önemli bir gelir sağlayacaktır⁸¹.

Eichengreen, Tobin ve Wyploz'a göre, döviz alım satımlarına uygulanacak bir işlem vergisi tek oranlı ve küresel olmalıdır. Ayrıca tüm döviz işlemlerine uygulanmalı, oran ve kapsam açısından uluslararası pazarlarda birbirine eşitlenmelidir. Eğer tek taraflı olarak bir ülke tarafından uygulanırsa, o ülkedeki yabancı sermaye kolaylıkla başka ülkelere yönelebilecektir. Küresel düzeyde uygulanması ise, ülkelerin ve uluslararası kuruluşların anlaşmalarına ve denetimlerine bağlıdır. Yazarlara göre, bu konuda IMF ve Dünya Bankası yetkilendirilebilir. Yine aynı hususta, söz konusu kuruluşlara bir takım yaptırım güçleri verilebilir⁸².

Geleneksel sermaye kontrolleri, sermaye akımlarının miktarını azaltmaktadır. Buna karşın Tobin vergisi, net akım stokunu veya uzun dönemli kur oranını etkilemeden, kısa dönemli sermaye akımlarının oranını düşürmek için tasarlanmıştır. Böyle bir vergi, uzun dönemli yatırımlar üzerinde ihmal edilebilir fakat kısa dönemli işlemler üzerinde önemli maliyetler oluşturmaktadır. Dolayısıyla spekülâtif işlemleri yaratılan maliyet ile caydırmakta ve bu işlemlerin döviz kuru üzerindeki etkisini hafifletmektedir. Sonuç olarak da, piyasanın kısa dönemli beklentiler değil, temel göstergeler üzerinde yoğunlaşması sağlanmaktadır. Sermaye hareketlerini sınırlandırmadaki etkinliği ise kısa dönemden ziyade, orta ve uzun dönemdedir. Bir başka ifade ile ortaya çıkan bir krizin tahribatını gidermekten çok, böyle bir krize daha dayanıklı olmaya yönelik koruyucu bir tedbirdir⁸³.

Kısa vadeli spekülâtif döviz işlemleri üzerine küçük oranlı bir vergi koymak, bu nitelikteki işlemleri büyük ölçüde engelleyecektir. Böylelikle daha istikrarlı döviz kurları ortaya çıkacaktır. Örneğin faiz oranının %5 ve Tobin vergisinin %0,1 olduğu düşünülürse, yıllık olarak elde döviz tutulduğunda yaşanan faiz kaybı %5,2 olacaktır. Aylık olarak elde tutulursa, bu sefer yaşanan

⁸¹ Massimo De Angelis, "Capital Movements, Tobin Tax, and Permanent Fire Prevention: A Critical Note", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.22, No.2, Winter 1999-2000, p.189

⁸² Barry Eichengreen - James Tobin - Charles Wyplosz, "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance", **The Economic Journal**, Vol.105, No.428, January 1995, p.166.

⁸³ Hale Balseven - Mustafa Erdoğan, "Mali Kriz Riski Bağlılığında Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilir Bir Versiyonu", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, C.10, S.1, 2005, ss.307-308

kayıp %7,4, günlük olması halinde ise %77 olacaktır. Dolayısıyla küçük ve uygulanabilir bir verginin, spekülâtif sermaye hareketleri üzerinde etkisinin olmaması beklenmemelidir⁸⁴.

2. Spahn Vergisi

İki aşamalı döviz işlem vergisi ya da iki aşamalı Tobin vergisi olarak da adlandırılan Spahn vergisi, Alman iktisatçı Paul Bernd Spahn tarafından, 1995 yılında Tobin'in önerisinin teorik eksikliklerini gidermek üzere tasarlanmıştır. Spahn'a göre, orjinal Tobin vergisi, yapısal iki temel problem barındırmaktadır. İlk olarak verginin oranı, finans piyasalarının işleyişini bozmaya yetecek kadar yüksektir ve likidite daralmasına neden olacaktır. Buna karşın söz konusu oran, spekülâtif ticareti engellemek için düşüktür. Bu nedenle temel amacına ulaşamayacaktır. İkincisi ise, sadece spot piyasaları vergilendirmeyi hedefleyen şekliyle oldukça spesifiktir. Bu durum vergiden kaçınmayı kolaylaştırmaktadır⁸⁵.

Spahn'a göre döviz kurunda istikrar sağlamaya yönelik getirilecek bir işlem vergisinin başarılı olabilmesi için yüksek bir orana sahip olması gerekmektedir. Ancak bu yüksek oran, finansal sistem için büyük ve ciddi bir tehdittir. Düşük oranlı bir işlem vergisi ise, sistem için herhangi bir tehdit yaratmazken, spekülasyonu önleme vazifesini yerine getiremeyecektir. Bu bağlamda getirilebilecek en iyi çözüm önerisi, spot piyasaların yanı sıra, swap, futures ve opsiyon gibi türev piyasaları da kapsayan, iki aşamalı bir döviz işlem vergisidir⁸⁶.

Spahn'a göre bir döviz kuru bandı içerisinde, hedeflenen bir döviz kuru oluşturulmalı ve o değerden bandın dışına doğru uzaklaştıkça vergi oranı arttırılmalıdır. Örneğin normal dönemde, %0,001 gibi çok düşük bir vergi oranı söz konusu iken, kurda oynamalar başladığı takdirde ek bir vergi devreye girmelidir. Bu ek vergi yükü, banttaki sapmaların derecesiyle artacağından, oranlar %50, hatta %100'e kadar çıkabilecektir. Bu şekilde merkez bankalarının müdahalesine gerek kalmadan ve rezervleri tükenmeden hedeflenen değere geri dönmüş olacaktır⁸⁷.

Standart oranlı işlem vergisi, süreklilik arz eden ve uluslararası finansal piyasaların likidite fonksiyonlarını bozmaksızın gelir artışı sağlayan bir vergidir. Ek döviz vergisi ise işlem vergisinin

⁸⁴ M. Mustafa Erdoğan - Hale Balseven, "How Effective is The Tobin Tax in Coping with Financial Volatility", **Anadolu University Journal of Social Sciences**, Vo.6, No.1, 2006, p.111.

⁸⁵ Paul Bernd Spahn, "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", **IMF Working Paper**, No.95/60, June 1995, p.IV.

⁸⁶ Paul Bernd Spahn, "The Tobin Tax and Exchange Rate Stability" **Finance&Development**, Vol.33, No.2, June 1996, p.26.

⁸⁷ Spahn, "The Tobin Tax and Exchange Rate Stability", p.26.

yanında uygulanmalıdır. Başlıca amacı, döviz kuru değişkenliği ile bağlantılı olan negatif dışsallıkların vergilendirilmesidir. Spekülatif amaçlı olmayan döviz alım satım işlemlerinde, tabanı olmaması nedeniyle sıfırdır. Spekülatif ticaretin söz konusu olduğu dönemlerde, vergi tabanının pozitif olmasına bağlı olarak uygulanmaktadır. İki aşamalı vergilemenin uygulandığı sistemde döviz kuru bant içerisinde dalgalanmalı, bantın sınırına yaklaşıldığında ise, vergi uygulamalarına başvurulmalıdır. Spahn tarafından tasarlanan iki aşamalı bu Tobin vergisi önerisinde, spekülatif amaçlı finansal işlemler engellenirken, normal ticaret işlemleri üzerinde herhangi bir etki meydana gelmemektedir⁸⁸.

Verginin iki aşamalı uygulanmasının temel amacı, kur oranlarının her gün belirli bir bant içerisinde kalmasını sağlayarak, kurdaki anormal değişikliklerle ifade edilen spekülasyonun önlenmesidir. Spekülatif ve kısa dönemli sermaye akımları kur oranlarında sapmalara neden olduğunda, vergi kendiliğinden devreye girer ve spekülasyon karşısında kalkan vazifesi görür. Hedef oranlar 20 iş günü için tanımlandığından, 1 ay içerisinde oluşan bütün temel gösterge verilerinin kur oranlarında birleştirilmesi mümkündür. Verginin, özellikle gelişmekte olan ülkeler için bir başka avantajı, koridorun ve vergi oranının ülkelerin kendi sosyoekonomik önceliklerine göre bağımsız olarak tasarlanabilme imkânıdır. Spahn'a göre, Tobin vergisinin etkin biçimde uygulanabilmesi için en azından OECD ülkelerini kapsamaması gerekmektedir. Oysa iki aşamalı bu döviz işlem vergisi hem gelişmekte olan, hem de geçiş ekonomisi olarak nitelenen ülkelerde tek taraflı olarak uygulanabilir. Dolar gibi büyük para alanlarına sahip sanayileşmiş ülkeler için uygun değilken, sabit ya da sabit benzeri kur rejimleri uygulayan ülkeler için ideal olabilir. Yine Spahn'a göre, öneri tek taraflı olarak uygulanabilmesine rağmen, İsviçre'nin de dâhil olduğu AB kapsamında ideal ve oldukça etkin bir uygulamaya dönüşebilir⁸⁹.

Balseven ve Erdoğan'a göre istikrarsız bir konjonktürde bu mekanizma, ülkelerin olağan üstü yüksek faiz oranları ödeme ya da değerli döviz rezervlerini kaybetme baskısı altındaki paralarının desteklenmesinin maliyetleri ile karşılaştırıldığında önemli avantajlar sağlar. Kriz zamanlarında kamu varlıkları erirken, bu vergi önemli bir gelir yaratır. Bunun da ötesinde verginin uzun dönemli kur beklentilerini istikrarlı hale getirmesi beklenmektedir. Çünkü rasyonel yatırımcılar, artırımlı vergi tetiklendiğinde kazanımlarına kısmen el konacağını bilirler ve böyle bir vergi uygulayan ülkelerin paralarına yönelik kısa dönemli spekülasyonlarını ve sermaye girişlerini

⁸⁸ Aklan, a.g.m., ss.65-66.

⁸⁹ Balseven - Erdoğan, a.g.m., s.312.

azaltırlar. Sonuç olarak da, küçülen sermaye girişleri ülkenin kırılganlığını azaltırken, kur oranları, temel göstergeleri daha doğru yansıtabilecektir⁹⁰.

3. Eichengreen ve Wyplosz Vergisi

Finansal serbestleşme sonrası, kısa vadeli sermayenin yıkıcı etkilerinden korunmaya yönelik bir öneri de Eichengreen ve Wyplosz'dan gelmiştir. Yazarlar söz konusu yıkıcı etkilere yönelik iki alternatif olduğunu vurgulamışlardır. Birincisi, yabancı sermayenin vadesiyle ters orantılı bir döviz işlem vergisidir. Buna göre sermayenin ülkede kalma süresi uzadıkça vergi oranı azalacaktır. Bu şekilde spekülasyoncular ile gürültücü yatırımcılar cezalandırılacaktır. Üstelik bu uygulama sermaye girişlerine getirilmiş doğrudan bir engel olmadığı için finansal serbestleşmeye de açık bir saldırı değildir. Ancak onlara göre, söz konusu uygulamanın kontrol ve denetimi oldukça zordur. Bu nedenle de yürürlüğe girmesini beklemek gerçekçi değildir⁹¹.

İkinci öneri, örtülü bir döviz işlem vergisidir. Buna göre, yurt dışından ülkeye giren vadesiz mevduatlara, faiz oranına göre değişkenlik gösteren bir işlem vergisi uygulanmalıdır. Yazarlara göre, bu seçeneğin denetlenmesi ve kontrolü kolaydır. Ayrıca ekonomik konjonktürün gerektirdiği şartlar doğrultusunda kullanılması açısından da esnektir. İlk öneri uluslararası koordinasyonu zorunlu kılarken, söz konusu bu öneri ülkeler açısından tek taraflı olarak uygulanabilecektir⁹².

4. Genel Finansal İşlem Vergisi

Genel finansal işlem vergisi (GFİV), 2008 yılında Avusturyalı iktisatçı Stephan Schulmeister tarafından önerilmiştir. Schulmeister'a göre, finansal piyasalarda düşük işlem maliyetlerinden kaynaklanan aşırı bir işlem hacmi, yüksek bir likidite ve yine yüksek bir volatilité vardır. Ayrıca finansal kuruluşların ve yatırımcıların risk iştahı da fazladır. 1990'lı yıllardan günümüze yaşanan krizlerin büyük bir kısmının da başlıca nedeni, sayılan unsurlardır⁹³. Verginin temel amacı bu problemlere çözüm getirmektir.

⁹⁰ Balseven - Erdoğan, a.g.m., s.312.

⁹¹ Barry Eichengreen - Charles Wyplosz, "The Unstable EMS", *Brookings Papers on Economic Activity*, No.93/38/EPS, 1993, p.72.

⁹² Eichengreen - Wyplosz, a.g.m., pp.72-74.

⁹³ Schulmeister, "General Financial Transaction Tax", p.2.

Schulmeister'a göre, aşırı hareketlilik ve aşırı likidite nedeniyle finansal işlemlerin hacmi ve reel ekonomi arasındaki makas büyük ölçüde açılmıştır. Bu durum daha önce şekil 4'te gösterilmiştir. Buna göre uygulanacak bir GFİV, finansal yatırımları daha maliyetli hale getirerek işlem hacminin azalmasını ve bu söz konusu farkın kapanmasını, verimli reel yatırımlara öncelik verilmesini sağlayacaktır⁹⁴.

Schulmeister, küresel düzeyde tüm araçlara aynı orandan uygulanmasını önerdiği vergiyi ve belirgin özelliklerini şu şekilde tanımlamaktadır⁹⁵:

- GFİV, tezgâh üstü ve organize piyasalarda işlem gören tüm spot ve türev araçları kapsmalıdır,
- Spot araçlarda alım satımı gerçekleştirilen varlıkların işlem değerine, türev araçlarda ise sözleşmenin dayandığı varlığın nominal değerine uygulanır,
- Vergi oranı, yalnızca yüksek hızdaki işlemleri hedef alacak şekilde son derece düşük olmalıdır. Bu kapsamda, %0,01 ile %0,1 arasında bir oran ideal olacaktır.
- Vergi, reel ekonomiyi etkilemeyecek şekilde tasarlanmalıdır. Bu nedenle, birincil piyasada yayınlanan menkul kıymetler, spot döviz işlemleri ve mal ve hizmet ödemeleri ile ilgili işlemler verginin kapsamı dışında tutulmalıdır.

GFİV'nin doğrudan tasarlandığı haliyle uygulanması güçtür. Schulmeister'a göre bu işlem, ancak birkaç aşama ile gerçekleştirilebilir. Verginin tüm ülkelerde, aynı taban ve oranda uygulanması sonraki aşamadır. Başlangıç olarak, bazı önemli finans merkezlerine getirilmesi yeterli olacaktır. Örneğin AB için düşünülürse, birinci adım olarak İngiltere ve Almanya'da uygulanması yeterli olacaktır. Zira, AB çapında gerçekleştirilen tüm finansal işlemlerin %98'i bu iki ülkede gerçekleşmektedir⁹⁶.

GFİV'nin yine başlangıç aşamasında tüm finansal piyasalarda uygulanmasını beklemek gerçekçi değildir. İlk aşamada vergi, organize piyasalardaki spot ve türev araçlara uygulanmalıdır. Ardından, tezgâh üstü piyasalarda gerçekleşen işlemler kapsama alınmalıdır. Fakat belirtilmesi gerekir ki; söz konusu iki aşamada da spot ve türev, döviz işlemleri verginin dışında tutulmalıdır. Ancak nihai adım olarak türev işlemler verginin tabanına dâhil edilmelidir⁹⁷.

⁹⁴ Stephan Schulmeister, "A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects", **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, No.A-1103, March 2008, p.2.

⁹⁵ Stephan Schulmeister, "A General Financial Transactions Tax Motives, Effects and Implementation According to the Proposal of the European Commission", **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, No.461, February 2014, pp.33-34.

⁹⁶ Schulmeister, "A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects", p.54

⁹⁷ Schulmeister, "A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects", pp.54-55.

Bir GFİV, küreselleşme sonrası vergi gelirleri azalan hükümetlere, politik amaçları için kullanabilecekleri önemli bir gelir kaynağı yaratacaktır. Ayrıca bu gelir, uluslararası kuruluşlar aracılığıyla küresel kamusal malların finansmanında da kullanılabilir. Tablo 7 bu konuda detaylı bilgi sunmaktadır. Buna göre vergi, dünya genelinde tüm finansal varlıklara %0,05 oranında uygulandığı nihai aşamada, 653,3 milyar dolar gelir yaratabilecektir⁹⁸.

Tablo 7: Bölgesel ve Küresel Düzeyde Beklenen GFİV Gelirleri

Verginin kapsamı	Küresel Düzeyde		Avrupa Ülkeleri		Kuzey Amerika Ülkeleri		Asya ve Pasifik Ülkeleri	
	GSYİH içindeki payı (%)	Gelir miktarı (milyar \$)	GSYİH içindeki payı (%)	Gelir miktarı (milyar \$)	GSYİH içindeki payı (%)	Gelir miktarı (milyar \$)	GSYİH içindeki payı (%)	Gelir miktarı (milyar \$)
Tüm finansal araçları içeren GFİV	1,10	653,3	1,80	310,9	1,48	238,6	1,19	92,6

Kaynak: Schulmeister, a.g.m., p.33.

Genel finansal işlem vergisi genel olarak değerlendirildiğinde, tüm araçları kapsayan yapısıyla vergiden kaçınmaya olanak tanımayacağı söylenebilir. Ayrıca son derece düşük oranlı haliyle finansal piyasalarda risk yaratmayacak düzeydedir. Üstelik finansal araç ayrımı yapmayan tek oranlı yapısı da yatırımcı açısından anlaşılması kolay ve karışıklığa fırsat vermeyecek şekildedir. Özellikle AB düzeyinde tartışılan FİV ile bazı farklılıkları olmakla birlikte, benzer nitelikte olduğu ifade edilebilir.

5. IMF'nin Önerdiği Vergiler

Bilindiği gibi IMF uluslararası bir mali kuruluş olarak Asya krizinde yoğun eleştirilere tabi tutulmuştur. Son küresel kriz sürecinde ise daha önce karşılaştığı eleştirilerle tekrar karşılaşmamak için krize karşı önlem almada etkili olma çabası içerisine girmiştir. Bu bağlamda, küresel krizin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği bir dönemde, 2009 yılında Pittsburgh'taki G-20 zirvesinde liderlerin, ortak bir bildiri yayımlayarak IMF'den, 2010 yılındaki zirve toplantısına kadar krizin

⁹⁸ Schulmeister, "Implementation of a General Financial Transactions Tax", p.33.

sorumlusu olarak gösterilen finans sektörünün, krizden çıkış için harcanan kurtarma paketlerine ve diğer dolaylı maliyetlere adil bir şekilde katılımını sağlayacak bir rapor istemeleri bunun bir göstergesidir. İşte IMF'nin bu doğrultuda hazırladığı rapor, finansal istikrara katkı vergisi ve finansal faaliyet vergisi (FFV) olmak üzere iki vergi önerisini beraberinde getirmiştir.

Raporda IMF, önerdiği vergilere temel gerekçe olarak aşağıdaki unsurları ifade etmiştir⁹⁹:

- Finansal kuruluşlar ve bireysel yatırımcılar, büyük ölçüde vergi yükünden muaf oldukları için kaynak tahsisinin bozulmasına neden olmakta ve uzun dönemde ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Kriz dönemlerinde ise bu kişi ve kuruluşların davranışlarından dolayı ortaya çıkan sorunların maliyetini finans dışı kesim üstlenmektedir. Bu durum vergilemede adalet ilkesi ile örtüşmemektedir. Özellikle son küresel krizden sonra bu duruma yöneltilen eleştiriler daha da şiddetlenmiştir.
- Finansal sistemde aşırı risk alma ve yüksek volatilité gibi bir takım piyasa bozuklukları mevcuttur. Önerilen vergilerin, kısa vadeli spekülâtif faaliyetleri cezalandırması, buna karşılık, uzun vadeli yatırımları özendirilmesi beklenmektedir.

a. Finansal İstikrara Katkı Vergisi

Önerilen vergilerden ilki, finansal istikrara katkı vergisidir. Finansal kuruluşların risk durumlarına göre alınan önleyici bir vergidir. Temel amaçları finansal kuruluşları batma riskine karşı korumak, kurtarma operasyonlarının maliyetine ortak etmek, batan kuruluşlardan kaynaklanacak yayılma riskini önlemek olarak ifade edilebilir¹⁰⁰.

Bu vergi, gelecekte ortaya çıkabilecek krizlerde sektöre yapılacak kurtarma müdahaleleri için tasarlanmıştır. Bir fonda, bahsi geçen amaca yönelik toplanabileceği gibi, genel bir bütçe geliri olarak da kaydedilebilecektir. Tek bir oran önerilmesine rağmen, finansal kuruluşların risklilik durumlarına ve kriz yaratabilme potansiyellerine göre farklılaştırılabilmesi de mümkündür¹⁰¹.

Böyle bir vergi sayesinde, krizin sorumlusu olan batmalarına izin verilemeyecek kadar büyük ve eklenmiş finansal kuruluşlara, krizin ortaya çıkmasında payı olmayan mükelleflerin ödediği vergilerle, hükümetlerin mali yardım sağlamak zorunda kalmasının önüne geçileceği düşünülmektedir. IMF tarafından G-20 ülkelerine getirilen bu öneriye, Birleşik Krallık ve ABD

⁹⁹ IMF Staff, **Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material**, p.7.

¹⁰⁰ Güler - Keleş - Uçar, a.g.m., s.101.

¹⁰¹ IMF Staff, "A Fair and Substantial Contribution by The Financial Sector", **Final Report for The G-20**, June 2010, p.5.

olumlu yaklaşırken, Kanada ve Japonya gibi ülkeler karşı çıkmışlardır. Bu nedenle bir görüş birliğine varılamamıştır¹⁰².

b. Finansal Faaliyet Vergisi

Önerilen ikinci vergi FFV'dir. G-20 ülkelerinin, finans kesiminden kamu maliyesine daha büyük bir katkı istemesi doğrultusunda tasarlanmıştır. Vergi, finansal kuruluş ve çalışanların kar ve ücretleri ile aşırı kar ve risklerine uygulanacaktır. Temel amacı finansal kuruluşların risk iştahının azaltılması ve krizin maliyetine katkı sağlanması olarak ifade edilebilir. Önemli bir gelir potansiyeli bulunan bu verginin, piyasada KDV'nin bulunmayışından kaynaklanan eksikliği gidermesi beklenmektedir¹⁰³.

FFV, ilk defa IMF'nin Haziran 2010 ayındaki raporunda yer almıştır. İşlemleri vergilendirmek yerine finansal faaliyetlerin vergilendirilmesi amaçlanmıştır. IMF'ye göre, %10'luk bir FFV, İngiltere'de vergi gelirlerinin 9 milyar sterlin artmasını sağlayacaktır. Söz konusu vergi, finansal kurumların hizmet bedeli ve karlarının toplamından alınan ve üç ayrı türü olan bir vergidir. FFV1, ücret ve karların toplamını vergi matrahı alan KDV'nin yedeği olarak görülebilir. FFV2, sektörde oluşan olağan üstü ücret ve karlar üzerinden alınan bir vergidir. FFV3 ise, sadece aşırı riskli faaliyetlerden elde edilen anormal kazançları hedeflemektedir¹⁰⁴. FFV2'ye benzetmekle birlikte, aşırı riske odaklanan FFV3'de normal kazanç için belirlenen sınır daha yüksek olduğundan, vergi matrahı FFV2'ye göre daha düşük olmaktadır¹⁰⁵.

Finansal serbestleşme politikalarının hayata geçirilmesinde ve 1970'lerden günümüze kadar neoliberal politikaların kökleşmesinde önemli roller üstlenen IMF'nin, 2008 küresel finansal krizinin ardından, G-20 ülkelerinin istekleri doğrultusunda sunduğu vergi önerisi dikkat çekicidir ve verginin geleceğine ilişkin umut vadetmektedir.

¹⁰² Güler - Keleş - Uçar, a.g.m., s.15.

¹⁰³ Carlo Cottarelli, "Fair and Substantial-Taxing the Financial Sector", **Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material**, September 2010, s.76.

¹⁰⁴ S. Çağrı Esener - Mine Biniş, "Eski Sorunlar İçin Yeni Çözümler: Yeni Bir İşlem Vergisi Önerisi", **Business and Economics Research Journal**, Vol.3, No.4, 2012, s.134.

¹⁰⁵ Güler - Keleş - Uçar, a.g.m., s.16.

B. FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİNE YÖNELİK ELEŞTİRİLER

Çeşitli adlar altında teoride önerilen finansal işlem vergileri; bir yandan spekülâtif işlem hacmi ve volatilitiyi azaltmak ve devlete gelir sağlamak gibi amaçlarla destek görürken, diğer yandan eleştirilere konu olmaktadır. Vergiye yöneltilen bu eleştiriler aşağıdaki noktalarda toplanmaktadır:

- İşlem hacmini düşüreceği ve likidite sıkışıklığına yol açacağı,
- Volatilitiyi arttıracığı,
- Sermayenin maliyetini yükselteceği,
- Çifte vergilendirme sorununa neden olacağı,
- Finansal serbestleşmeyle çelişeceği,
- Uygulama gücüğü barındıracağı,
- Ahlaki tehlike doğuracağı,
- Sermayenin hareketli yapısı ve finansal yenilikler yüzünden vergiden kaçınmanın mümkün olacağı şeklindedir.

FİV'e yönelik ilk eleştiri, verginin işlem hacmini düşürerek, likidite sıkışıklığına yol açacağıdır. Vergi üzerinde belki de en çok konsensüs sağlanan iddia, işlem hacminde azalma gerçekleşeceğidir. Ancak, olası sonuçları üzerine aynı fikir birliği geçerli değildir. İşlem vergisini savunan iktisatçılar, işlem maliyetlerindeki artış ile piyasadan gürültücü yatırımcıların uzaklaşacağını ve spekülâtif hareketlerin törpüleneceğini vurgulamaktadırlar. Bu şekilde FİV, istikrarın oluşturulmasına katkıda bulunacaktır.

Vergiye eleştiren iktisatçılara göre, işlemlerde gerçekleşen maliyet artışı, sadece gürültücü yatırımcıları değil, onlardan daha fazla rasyonel ve piyasaya likidite sağlayan yatırımcıları etkileyecektir. Bu şekilde piyasada işlem yapan yatırımcı sayısının azalması, varlıkların elden çıkarılabilme süresini uzatacak ve the bid-ask spread farkını arttıracaktır¹⁰⁶. Öte yandan söz konusu olumsuz etkinin önlenmesi ya da asgari düzeye indirgenmesi için FİV'in oranının oldukça düşük olmasının gerekliliği, vergiyi destekleyen iktisatçılar tarafından sıklıkla vurgulanmaktadır¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Anna Pomeranets, "Financial Transaction Taxes: International Experiences, Issues and Feasibility", **Bank of Canada Review Research Paper**, Autumn 2012, pp.6-7.

¹⁰⁷ Zsolt Darvas - Jakob von Weizsacker, "Financial Transaction Tax: Small is Beautiful", **European Parliament Policy Department A: Economic and Scientific Policies**, No. IP/A/ECON/NT/2009-08, January 2010, p.1.

Vergiye yönelik ikinci eleştiri, volatilité üzerindeki etkisidir. Vergiyi destekleyen iktisatçılar, FİV yoluyla işlem hacminde ve spekülâtif faaliyetlerde yaşanan azalmanın volatilitéyi azaltacağını ve finansal varlık fiyatlarına istikrar kazandıracığını vurgulamaktadır. Birçok muhalif iktisatçı ise, yaşanan likidite azalmasının volatilitéyi azaltmanın aksine daha da arttıracığını vurgulamaktadır. Üstelik ampirik sonuçlar da çoğunlukla bu savı desteklemektedir.

Vergiye yönelik üçüncü eleştiri, yatırımlar için ihtiyaç duyulan sermayenin maliyetini yükselteceği, böylelikle ekonomik büyüme ve kalkınmayı sekteye uğratacağı ve işsizliği arttıracığıdır. Amihud ve Mundelson'a göre, %0,5 oranında uygulanacak bir FİV, sermayenin maliyetini %1,3 arttıracaktır. Bu sonuç iddia edilen savı güçlendirmektedir¹⁰⁸.

Menkul kıymetin işlem maliyeti arttığında, sermayenin de maliyeti artar. Pomeranets'e göre verginin bu yönü çok tehlikeli ve zararlıdır. Çünkü böylelikle, karlı yatırım projeleri için ihtiyaç duyulan sermaye maliyetli hale gelecek, hem üretim seviyesini azaltacak, hem de işsizliği arttıracaktır¹⁰⁹. Ancak FİV'i destekleyen iktisatçılar, verginin reel yatırımlar ile mal ve hizmet ticaretini etkilemeyeceğini ya da bu etkinin minimum düzeyde olacağını savunmaktadır. Zira, söz konusu iktisatçıların büyük bir bölümü, spot döviz piyasası ile menkul kıymetlerin birincil piyasasında gerçekleşen işlemlerin, verginin kapsamı dışında bırakılması gerektiğini vurgulamaktadır.

FİV'e yöneltelen dördüncü eleştiri, çifte vergilendirme sorununa neden olacağı yönündedir. Bilindiği üzere çifte vergilendirme, aynı vergi konusu üzerinden, aynı vergi döneminde birden fazla vergi alınmasıdır. Bu şekilde birden fazla kez vergilendirme, vergi adaletini bozmakta, modern vergileme ilkelerine ters düşmektedir¹¹⁰.

FİV fikrine karşı çıkan iktisatçılar, farklı vergi sistemlerinde finansal sermayenin birden fazla kez vergilendirilebileceğini iddia etmektedirler. Oysa FİV'i destekleyen iktisatçıların büyük bir bölümü, küresel veya en azından bölgesel bir koordinasyonu, vergi için ön koşul olarak görmektedir.

FİV'e yönelik beşinci eleştiri, 1970'li yıllardan itibaren uygulanmaya başlamış ve günümüzde kökleşmiş finansal serbestleşme politikaları ile çelişecektir. Ancak belirtilmesi gerekir ki; vergi, serbestleşme politikalarını bütünüyle ortadan kaldırmayı amaçlayan bir uygulama değildir. Aksine, anlamlı olabilmesi için, ülkeye hali hazırda sermaye giriş ve çıkışlarının olması

¹⁰⁸ Yakov Amihud - Haim Mandelson, "Liquidity, Asset Prices and Financial Policy", **Financial Analysts Journal**, Vol.47, No.6, November-December 1991, pp.64-65.

¹⁰⁹ Pomeranets, a.g.m., p.9.

¹¹⁰ Ferhan Berkay - Ramazan Armağan, "Vergilemenin Uluslararası Boyutlarından Çifte Vergilendirme Sorunsalının Türk Vergi Sistemine Etkisi", **Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi**, C.3, S.5, 2011, s.89.

gerekmektedir¹¹¹. Tobin'in ifadesiyle bu işlem yalnızca, aşırı yağlanmış uluslararası döviz piyasası çarklarına bir avuç kum atmaktan ibarettir. Eichengreen, Tobin ve Wyplozs ise, söz konusu işlemi finansal serbestleşmenin yıkıcı etkilerinden korunmanın tek ve en masum yolu olarak ifade etmişlerdir¹¹².

Altıncı eleştiri, verginin daha önce hiç uygulanmadığı ve bu yüzden de uygulanmasında güçlükler oluşacağı yönündedir. Ancak belirtilenin aksine FİV, yeni bir uygulama değildir. ABD'de 1914-1966 arası dönemde hisse senedi üzerine değişen oranlarda uygulanmıştır. Ayrıca Büyük Buhran döneminde bu vergilerin, finansal sistemin yeniden yapılandırılmasında ve yeni istihdam olanaklarının sağlanmasında önemli bir rolü olmuştur. Günümüzde Avustralya, Hong Kong, Singapur, İsviçre ve Birleşik Krallık'ın da aralarında olduğu kırktan fazla ülkede, G-20 ülkelerinin de hali hazırda 16 tanesinde çeşitli işlem vergileri uygulanmaktadır¹¹³. Fakat ifade edilmesi gerekir ki; uygulanan vergilerin büyük bölümü spesifik nitelikte işlem vergileridir. Günümüzde, başta AB genelinde tasarlanan vergi olmak üzere tartışılan FİV, oldukça geniş tabanlıdır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, sunulan eleştirilerin haklılık payı vardır.

Verginin temel amaçlarından bir tanesi de, gelecekte ortaya çıkacak krizlerde, finansal kuruluşlara yapılan kurtarma müdahaleleri için fon yaratmak ya da genel bütçe geliri altında, oluşan maliyete sektörden daha fazla katkı sağlamaktır. Yöneltilen yedinci eleştiri, finansal kesime kriz dönemlerinde sağlanan bu açık güvencenin, bir ahlaki tehlike sorunu doğuracağıdır. Böyle bir teminat, bazı iktisatçılara göre kuruluşların riskli davranışlarının artmasına neden olacaktır. Ancak öte yandan, ahlaki tehlike riskinin zaten olduğu, son krizde de görüldüğü kadarıyla finansal kuruluşlara zımni bir güvence sağlandığı, bu nedenle de vergi ile en azından gelecekte yaşanabilecek kurtarma müdahalelerinin maliyetinin karşılanmasının mümkün hale geleceği ifade edilmektedir¹¹⁴.

Yöneltilen sekizinci eleştiri, finansal sermayenin yüksek mobilitesi ve finansal yenilikler sayesinde vergiden kaçınmanın kolaylıkla mümkün olacağıdır. Bu kapsamda sunulan ilk eleştiri, sermayenin vergi oranlarının düşük olduğu veya hiç olmadığı yerlere kayacağıdır. Ancak FİV'i destekleyen birçok iktisatçıya göre, vergiyi uygulamak eskiye oranla çok daha kolaydır. Çünkü günümüzde finansal işlemlerin büyük çoğunluğu belli başlı bazı merkezlerde toplanmıştır. Bu

¹¹¹ Fatih Mangır - Ahmet Ay, "Uluslararası Sermaye Hareketleri, Finansal Krizlere Bir Çözüm: Tobin Vergisi", "**Yeni Maliye**, Ed. Coşkun Can Aktan - Ahmet Kesik - Dilek Dileyici, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Yayın No. 2012/420, Ankara, 2012, s.404.

¹¹² Eichengreen - Tobin - Wyplozs, a.g.m., p.164.

¹¹³ Cepr, "Facts&Myths About Finacial Transaction Tax", **Center for Economic and Policy Research Paper**, May 2013, p.1. <http://www.cepr.net/documents/ftt-facts-myths.pdf>, (25.11.2014).

¹¹⁴ Güler - Keleş - Uçar, a.g.m., s.16.

durum, verginin uygulanmasını kolaylaştırmaktadır¹¹⁵. Örneğin AB’de yapılan işlemlerin %98’i Almanya ve İngiltere’de gerçekleşmektedir. Dünya genelinde ön plana çıkan diğer finans merkezleri, ABD, Japonya, Hong Kong, Singapur ve Güney Kore gibi ülkelerdir. Dolayısıyla ilk adım olarak, sadece bu ülkeler arasında koordinasyon sağlanması bile yeterli olacaktır.

Yine aynı kapsamda sunulan ikinci eleştiri ise, yaratılan finansal yenilikler sayesinde vergiden kaçınılabileceğidir. Bu noktada FİV’i savunan iktisatçıların vurguladığı husus, verginin tabanının organize ve tezgah üstü piyasalar ile spot araçları ve türev işlemleri de kapsayacak şekilde genişletilerek, mümkün olduğunca vergi dışı kalmış finansal araçların önüne geçilmesi gerektiğidir. Nitekim spot piyasalarla kıyaslandığında, türev piyasaların işlem hacmi son yıllarda daha hızlı gelişim göstermiştir¹¹⁶.

III. UYGULAMADA FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİ

Çalışmanın bu kısmında, finansal işlem vergileri ile ilgili geçmiş ve günümüzdeki uygulamalar incelenecektir.

FİV, geçmişte sık başvurulan yaygın bir sermaye kontrol aracı iken, 1980’li yıllardan itibaren yavaş yavaş terk edilmiştir. Ancak halen, çoğu dar tabanlı spesifik uygulamalar olmasına rağmen, günümüzde kırktan fazla ülkede uygulanmaktadır. Aşağıdaki Tablo 8, seçilmiş bazı ülkelerde FİV uygulamalarına ilişkin bilgiler vermektedir. Verginin tasarımı ve kapsamına bağlı olarak, karşılaşılan tecrübeler birbirinden oldukça farklıdır. Bu kısımda geçmişteki bazı uygulamalar ile günümüzdeki uygulamalar incelenecektir.

¹¹⁵ Tuncay Kapusuzoğlu, “Tobin Vergisi Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yıkıcı Etkilerini Önlemede Bir Çözüm Olabilir mi?”, **Vergi Dünyası Dergisi**, S.250, Haziran 2002, s.65.

¹¹⁶ Celali Yılmaz, “Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi”, **“Yeni” Maliye**, Ed. Coşkun Can Aktan - Ahmet Kesik - Dilek Dileyici, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Yayın No. 2012/420, Ankara, 2012, s.364.

Tablo 8: Seçilmiş Bazı Ülkelerde Finansal İşlem Vergileri

Ülkeler	Sermaye Artırımı	Hisse Senedi	Borç Senetleri	Döviz İşlemleri	Opsiyon İşlemler	Futures İşlemler	Sermaye Girişleri
Arjantin	-	Hisse transferlerinde federal damga vergisi (2001 yılında kaldırıldı)	Federal %1 damga vergisi	-	-	-	-
Avustralya	-	Eyalet düzeyinde uygulanabilmektedir	Eyalet düzeyinde uygulanabilmektedir	-	-	-	-
Brezilya	-	Depo sertifikalarında %1,5 (2008 yılında kaldırıldı)	%1,5	Kısa vadeli dış borçlarda %0,38	-	-	-
Kanada	-	-	-	-	-	-	-
Çin	-	%0,1	-	-	-	-	-
Fransa	%5'den fazla olan sermaye artırımlarına KDV	Sermayesi 1 milyar Euroyu geçen şirket hisselerinde %0,2	-	-	-	-	-
Almanya	-	-	-	-	-	-	-
Hindistan	-	%0,25 genel orandır. Eyalet düzeyinde ilave vergiler söz konusudur.	Bölgesel damga vergileri söz konusudur.	-	%0,017- %0,125	%0,017	-
İtalya	168 Euro sabit ücret,	Organize piyasalarda %0,1 Tezgah üstü piyasalarda %0,2	-	-	Organize ve tezgah üstü piyasalara göre değişen farklı uygulamalar	Organize ve tezgah üstü piyasalara göre değişen farklı uygulamalar	-
Japonya	Firma birleşmelerinde %0,4	-	-	-	-	-	-
Meksika	-	-	-	-	-	-	-
Rusya	Yeni hisse senedi arzlarında %0,2	-	Yeni borç senedi arzlarında %0,2	-	-	-	-
Suudi Arabistan	-	-	-	-	-	-	-
Güney Afrika	-	Transferlerde %0,25	-	-	-	-	-
Güney Kore	Sermaye artırımlarında %0,1-0,4	İkincil piyasada %0,5	-	-	-	-	-
Birleşik Krallık	-	İkincil Piyasada hisse senedi transferlerine %0,5	-	-	Hakkın kullanılması durumunda %0,5	Teslim fiyatına %0,5	-
ABD	-	-	-	-	-	-	-
Şili	-	-	Yeni borç senedi arzlarında %0,1-1,2	-	-	-	-
Hong Kong	-	%0,1	-	-	-	-	-
Singapur	-	%0,2	-	-	-	-	-
İsviçre	Yeni hisse senedi arzlarında %1	İsviçreli firmaların hisse senetlerine %0,15, yabancı firmaların hisse senetlerine %0,3	Yeni borç senedi arzlarında %0,6-1,2	-	-	-	-
Tayvan	-	%0,3	Borç senetlerine %0,1 (2010'dan 2016'ya kadar askıya alındı)	-	%0,1-0,6	%0,0025-0,6	-

Kaynak: Matheson, a.g.m., p.8.'den elde edilen veriler güncellenmiştir.

A. AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ

Bu başlık altında Birleşik Krallık, İsveç ve Belçika uygulamaları ele alınacaktır. Bu uygulamalardan Birleşik Krallık'ın incelenmesinin temel nedeni, dünyanın en büyük ikinci finans merkezi olan Londra'da uygulanması ve işlem kaybına yol açmadan önemli bir gelir sağlayarak uzun yıllardır sürdürülebilmesidir.

İsveç uygulaması genellikle başarısız olarak kabul edilmektedir. Mevcut uygulamalar ile daha sonraki uygulamalar için çıkarım yapılabilecek somut bazı dersler barındırmaktadır.

Belçika'da ise FİV ile ilgili yürütülen çalışmalar, Avrupa Komisyonu'nun (AK) AB genelinde FİV uygulanması yönünde yaptığı öneriden daha eskiye dayanmaktadır. Zira Belçika, AK'nin yapmış olduğu vergi önerisinin önemli destekçilerindendir.

1. Birleşik Krallık

FİV'e yaygın olarak gösterilen örneklerden biri Birleşik Krallık uygulamasıdır. Uzun bir geçmişe sahip olan vergi, damga vergisi (stamp duty) olarak da adlandırılmaktadır. Söz konusu verginin ismi, bir varlığın, bir malikinden diğerine transferinin tescil ettirilmesi sırasında uygulanmasından gelmektedir. Yani varlığın yasal sahibi olabilmek için ödenmektedir¹¹⁷.

Damga vergisi, Birleşik Krallık düzeyinde işlem yapan şirket hisselerine uygulanmaktadır. Genel oran %0,5'dir ve menkul kıymeti satın alan tarafından ödenmektedir. Anlaşmanın nerede yapıldığına ve tarafların ikametine bakılmaksızın küresel olarak işlem fiyatına uygulanmaktadır. Bu, hisse senetleri ile ilgili tüm anlaşmaların vergiye tabi olduğunu göstermektedir¹¹⁸. Öte yandan tanımdan, Birleşik Krallık'da işlem gören yabancı şirket hisselerinin vergi dışı olduğu anlaşılmaktadır. Örneğin Londra Borsası'nda işlem gören bir Türk firmasının hisse senetleri ile gerçekleştirilen işlemler vergi dışı kalmaktadır.

Damga vergisi hem birincil hem de ikincil piyasadaki işlemlere uygulanmaktadır. Birincil piyasada menkul kıymeti yayımlayan taraf verginin yükümlüsüken, ikincil piyasada satın alan

¹¹⁷ Stephan Schulmeister - Margit Schratzenstaller - Oliver Picek, "A General Financial Transaction Tax- Motives, Revenues, Feasibility and Effects" **Austrian Institute of Economic Research Working Paper**, No.A-1103, March 2008, pp.24-25.

¹¹⁸ Oxera, "Stamp Duty: It's Impact and The Benefits of Abolition", **Oxera Consulting Ltd Working Paper**, May 2007, p.3., <http://www.oxera.com/Latest-Thinking/Publications/Reports/2007/Stamp-duty-its-impact-and-the-benefits-of-its-abo.aspx>, (04.01.2015).

tarafıdır. Söz konusu vergi türev piyasaları kapsamamaktadır. Ancak opsiyon sözleşmelerde hakkın kullanılması durumunda geçerlidir. Bunun yanında kamu veya özel kesim borç senetleri de vergiden istisnadır¹¹⁹.

Damga vergisinin oranı yıllar içerisinde birkaç kez değişikliğe uğramıştır. 1963'te oran %2'den %1'e düşürülmüş, 1974'te yeniden %2'ye yükseltilmiş ve 1984'e kadar bu oran üzerinden uygulanmıştır. Ardından 1984'te önce %1'e, 1986'da ise bugünkü oran olan %0,5'e indirilmiştir. Literatürdeki çalışmalardan Saporta ve Kan, genel olarak vergi ile volatilité arasında bir ilişki olmadığını ortaya koyarken, bu oransal değişikliklerin olduğu dönemlerde volatilitenin bir miktar arttığını ve piyasayı olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir¹²⁰.

FİV'in tasarımında yol gösterici başarılı örneklerden biri olarak kabul edilen Birleşik Krallık damga vergisinin önemli özelliklerinden biri de sağladığı kamu geliridir. Zira söz konusu vergi, 2000-2011 yılları arasında yarattığı yıllık ortalama 3,3 milyar pound tutarındaki gelir ile sürekli ve istikrarlı bir kaynaktır¹²¹. Özellikle 1997-2001 arasında Londra Borsası'nda balon eğilimlerinin görüldüğü dönemde diğer tüm vergilerden daha fazla gelir yaratmıştır¹²².

Damga vergisinin dikkat çekici bir başka özelliği de, toplama maliyeti en düşük vergi olmasıdır. Elde edilen her bir Poundluk gelir başına söz konusu maliyet yalnızca 0,11 pencedir. Üstelik bu, toprak ve mülk satın alımlarının da dâhil edildiği tüm damga vergisi gelirlerinin ortalama maliyetidir. Çoğu menkul kıymet işlemlerinin elektronik ortamda gerçekleştirildiği göz önünde bulundurulursa, gerçek maliyetin çok daha az olacağı tahmin edilmektedir¹²³.

Birleşik Krallık damga vergisi başarılı bir FİV uygulaması olarak gösterilmesine rağmen yine de literatürdeki çalışmalardan bazıları uygulamayı farklı boyutlarıyla eleştirmektedir. Bu çalışmalardan Matheson, türev araçları kapsamaması ve barındırdığı geniş istisna ve muafiyetler yüzünden vergiden kaçınmayı teşvik ettiğini belirtmektedir¹²⁴. Oxera tarafından hazırlanan bir başka

¹¹⁹ John Y. Campbell - Keneth Froot, "International Experiences with Securities Transaction Taxes", **NBER Working Paper Series**, No.4587, December 1993, p.11.

¹²⁰ Saporta - Kan, a.g.m., p.40

¹²¹ Matheson, a.g.m., p.36.

¹²² Schulmeister - Schratzenstaller - Picek, a.g.m., pp.25-26.

¹²³ Steve Bond - Mike Hawkins - Alexander Klemm, "Stamp Duty on Shares and Its Effect on Share Prices" **The Institute for Fiscal Studies Working Paper**, No.WP04/11, June 2004, p.4.

¹²⁴ Matheson, a.g.m., p.36.

çalışmada, sayılan nedenlerden dolayı, Londra Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin yalnızca %20'sinin vergilendirilebildiği iddia edilmiştir¹²⁵.

Yine Oxera tarafından yapılan başka bir çalışmada ise damga vergisinin, Birleşik Krallık şirketleri için sermayenin maliyetini arttırdığı belirtilmiştir. Buna göre %0,5'lik FİV, işlem maliyetlerini %0,72 ile %0,87 arasında arttırmaktadır. Çalışmada söz konusu vergi uygulamasına son verilmesi halinde yatırım düzeyinde artış meydana gelebileceği ifade edilmiştir¹²⁶.

2. İsveç

İsveç'deki FİV, Ocak 1984 ile Aralık 1991 arası sekiz yıllık sürede uygulanmıştır. Vergi, Maliye Bakanlığının ve iş dünyasının tüm karşı çıkmalarına rağmen, İşçi Partisi'nin öncülüğünde güçlü bir kamuoyu desteği elde edilmesiyle yürürlüğe girmiştir. İlgili parti vergiye gerekçe olarak, yetenekli ve zeki gençlerin vaktini ve sermayesini finans piyasalarında harcayarak kaynak israfına yol açmasını göstermiştir¹²⁷.

İsveç FİV uygulaması, Ocak 1984'te hisse senedi ve türevlerinin alım ve satımlarına %0,5 vergi getirilmesiyle başlamıştır. Opsiyon işlemlerde oran %1'dir. Söz konusu vergi, İsveçli aracı kuruluşlar ile gerçekleştirilen işlemlere uygulanmıştır. Bu kuruluşların kendi adına yaptıkları işlemler ise 1987 yılına kadar verginin dışında kalmıştır. Hediye, bağış ve miras yoluyla transferi gerçekleşen menkul kıymetler uygulamadan istisna tutulmuştur¹²⁸.

İşçi Partisinin baskısı, 1986 yılında parlamentonun vergi oranlarını iki katına çıkartmasına yol açmıştır. 1987'de ise taban genişletilmiş, borç senetleri (%1) ve türevleri de kapsama dâhil edilmiştir. Bu türev araçlarda oran, bağlı olduğu menkul kıymetin değeri üzerinden maksimum %0,15 olarak uygulanmıştır¹²⁹.

Verginin yürürlüğe girdiği tarihten itibaren Stockholm Borsası'ndan diğer finans merkezlerine büyük göçler gözlemlenmiştir. Umlauf'a göre, İsveç'te işlem gören en büyük 11

¹²⁵ Oxera, "The Cost of Capital: An International Comparision", **Oxera Consulting Ltd Working Paper**, June 2006, p.29., <http://www3.nd.edu/~carecob/May2008Conference/Papers/OxeraCostofcapitalreport.pdf>, (06.01.2015).

¹²⁶ Oxera "Impact of Stamp Duty on The Cost of Capital of UK Listed Companies", **Oxera Consulting Ltd Working Paper**, July 2001, p.20., <http://www.oxera.com/Oxera/media/Oxera/downloads/reports/Impact-of-stamp-duty-on-the-cost-of-capital-of-UK-companies.pdf?ext=.pdf>, (06.01.2014).

¹²⁷ Campell - Froot, a.g.m., p.4.

¹²⁸ Schulmeister - Schratzenstaller - Picek , a.g.m, pp.20-21.

¹²⁹ Karl Habermeier - Andrei A. Krilenko, "Securities Transaction Taxes and Financial Markets", **IMF Staff Papers**, Vo.50, Speciel Issue, 2003, p.170.

şirketin hisse senetlerinin %60'ı Londra Borsası'na yönelmiştir. Sadece göç eden bu hisse senetleri, İsveç'te işlem gören toplam hisse senetlerinin %30'una denk gelmektedir. 1990 yılına kadar bu oran zaman zaman %50'ye kadar yükselmiştir¹³⁰. Öyleki, en yüksek işlem hacmine sahip Ericsson şirketinin hisselerinin yalnızca %27'si Stockholm Borsası'nda sergilenmiştir¹³¹.

Verginin borç senetlerini kapsayacak şekilde genişletilmesi, özel kesim ve kamunun bono ve tahvilleriyle onların türevlerinde keskin bir işlem kaybına yol açmıştır. Campell ve Froot'a göre, söz konusu verginin uygulanmasını takip eden ilk haftanın sonunda ilgili spot araçların hacmindeki düşme %85 düzeyindedir. Türevlerinde ise %100'e yakın bir azalma görülmüştür. Bu durum, kamunun borçlanmasını daha maliyetli hale getirmiş ve FİV kamuoyu nezdindeki desteğini yitirmiştir. Uygulama, Nisan 1990'da önce borç senetleri üzerinde, ardından Aralık 1991'de hisse senetlerinde kaldırılmıştır. FİV'e son verilmesinin hemen akabinde kaybolan işlem hacmi kısa sürede İsveç'e geri dönmüştür¹³².

Vergiden elde edilen gelir miktarı da hayal kırıklığı yaratmıştır. İsveç Maliye Bakanlığı'na göre, söz konusu vergiden 1984 yılında 820 milyon, 1985 yılında 1,17 milyar, 1986 yılında 2,63 milyar İsveç Kronu gelir elde edilmiştir. Bu miktarlar toplam kamu gelirlerinin sırasıyla, %0,37, %0,45 ve %0,96'sına tekabül etmektedir. Vergi oranının iki katına çıkartılmasından sonra, 1987 yılında 3,74 milyar ve 1988 yılında ise, 4,01 milyar İsveç Kronu gelir elde edilmiştir. Bu da yine toplam kamu gelirlerinin sırasıyla %1,17 ve %1,12'sine denk gelmektedir. Özetle vergi oranlarında %100'lük bir artış, gelir miktarında yalnızca ortalama %22'lik bir artışla sonuçlanmıştır¹³³. Bu sonuç İsveçte FİV uygulamasının bekleneni vermediğini göstermektedir.

İsveç'te FİV uygulamasının başarısız olması, vergiden kaçınmayı önleyemeyen hatalı tasarımından kaynaklanmaktadır. Bilindiği gibi yeni bir FİV yürürlüğe girdiğinde ilgili her bir yatırım aracının maliyeti artar, bu durum yatırımcının vergiden kaçınma davranışını göstermesine neden olur. Vergi, buna fırsat vermeyecek şekilde dizayn edilmelidir. Schulmeister, Schratzenstaller ve Picek'e göre, FİV uygulamasından çıkartılabilecek iki önemli ders, birincisi, piyasadaki yatırımcıların yönelebileceği vergisiz araçları mümkün olduğu kadar az tutarak geniş bir taban

¹³⁰ Steven R. Umlauf, "Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market", **Journal of Financial Economics**, Vol.33, No.2, April 1993, pp.237.

¹³¹ Campell - Froot, a.g.m., p.6.

¹³² Campell - Froot, a.g.m., pp.8-9.

¹³³ Habermeier - Krilenko, a.g.m., p.170.

oluşturmak; ikincisi ise, göç riskini önlemek adına oranların düşük tutulmasıdır. Vergiden elde edilecek en etkin sonuç, küresel koordinasyonun oluşturulması halinde elde edilebilecektir¹³⁴.

3. Belçika

2004 yılında Belçika, kısa vadeli spekülâtif sermayenin olumsuz etkilerinden korunmak adına, hisse senedi ve tahvil işlemleri üzerine vergi konulması yönündeki tasarımı parlamentoda onaylamıştır. Spahn vergisinin türevi niteliğinde olan uygulama, menkul kıymet işlemlerini kapsamaktadır. Belçikalı aracı kuruluşlarla Belçika’da gerçekleştirilen ve neticelendirilen işlemleri içermektedir. Bu doğrultuda ikincil piyasada hisse senedi alım satımlarına %0,17, tahvil ve bono alım satımlarına %0,07 oranında bir vergi uygulanması öngörülmüştür. İşlemi gerçekleştiren her iki taraf da söz konusu verginin yükümlüsü olmakla birlikte, kurumsal yatırımcı ve yabancılar adına yapılan aracılık hizmetleri uygulamadan muaf tutulmuştur¹³⁵.

2004 yılında Belçika, AB genelinde kabul edilmesi ön koşuluyla spot döviz işlemlerine Tobin vergisi uygulanmasını da parlamentoda kabul etmiştir. Son yıllarda AB nezdinde tartışılan FİV önerisi de yine bu ülke tarafından desteklenmektedir ve diğer birlik ülkelerine konuyla ilgili çağrılar yapılmaktadır¹³⁶.

4. Avrupa Birliği’nde Finansal İşlem Vergisi

Avrupa Komisyonu, 2011 yılında tüm üye ülkelerin onayını almak koşuluyla, birlik düzeyinde en erken 1 Ocak 2014, en geç 1 Ocak 2018 tarihinde uygulamaya konulacak bir FİV tasarısı hazırlamıştır. Verginin AB gibi dünyanın en büyük ekonomilerinden birinde ve farklı ülkelerden oluşan geniş bir coğrafyada gündeme gelmiş olması, bu güne kadar yürütülen tartışmaları da farklı bir boyuta çekmiş, uygulamanın küresel düzeydeki geleceğine pozitif bir izlenim kazandırmıştır.

AB düzeyinde bir FİV uygulama düşüncesi birkaç gerekçeye dayandırılabilir. Bunlardan birincisi ve belki de en önemlisi 2008 küresel finans krizinin AB’ye etkileridir. Bilindiği gibi 2008

¹³⁴ Schulmeister - Schratzenstaller - Picek , a.g.m, p.24.

¹³⁵ Güler - Keleş - Uçar, a.g.m., ss.28-29.

¹³⁶ Patrick Smet - Dawey De Wolf, “Financial Transaction Tax – Sending Shock Waves Through Global Financial Services”, **Allen&Overy LLP**, May 2013, p.26, [http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Global%20Tax_FTT%20Brochure%20\(email\).pdf](http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Global%20Tax_FTT%20Brochure%20(email).pdf), (19.01.2015).

yılında ABD finansal sisteminde ortaya çıkan bu kriz, tüm dünyayı etkisi altına almakla beraber en yoğun etkilerini Avrupa’da hissettirmiştir. Söz konusu kriz bölgeye, finans, iç talep ve küresel ticaret kanalıyla sirayet etmiştir¹³⁷. Küresel krizle mücadelede Birlik hükümetlerinin uyguladıkları ekonomiyi canlandırma paketleri çerçevesinde kamu harcamalarındaki artışlar bütçe açıklarının ve kamu borcunun yükselmesine neden olmuştur. Ayrıca reel sektörde yaşanan daralma da vergi gelirlerinin azalmasına yol açarak durumu daha da derinleştirmiştir¹³⁸. Bu kriz, AB’de ağır biçimde yarattığı tahribat sonrası Avrupa Borç Krizi adını almıştır.

Krizden çıkış için, krizin baş sorumlusu olarak gösterilen finans kesimine kamudan büyük bir kaynak aktarımı gerçekleştirilmiştir. Bu süreçte kurtarma paketleri vasıtasıyla Birliğin sağladığı yardım miktarı 4,6 trilyon Euroyu (AB 2009 GSYİH’sının %39’u) bulmuştur. Buna karşın sektör, uzun yıllardır düşük vergi oranlarına sahip olmuştur. Örneğin KDV’den muaf olmanın sağladığı avantaj yıllık ortalama 18 milyar Euro tutarındadır. Bu durum, FİV’in küresel düzeyde kamuoyu desteği çekmesini sağlamıştır. AK’ye göre finansal işlemler üzerine yeni bir vergi salmak, finansal kurumların ekonomik iyileşmeye daha fazla katkı koymasını ve krizin maliyetine ortak olmasını sağlayacak bir tazminat niteliğindedir¹³⁹.

FİV’i gündeme taşıyan ikinci gerekçe, finansal işlemler üzerine getirilen dolaylı vergilerin uyumlaştırılmasıdır. AB düzeyinde aralarında Fransa ve İtalya’nın da bulunduğu birçok ülke, kriz sonrası yeni işlem vergileri ile tanışmıştır. Başta Birleşik Krallık olmak üzere bir kısmı da zaten hali hazırda uzun yıllardır bu vergileri uygulamaktadır. Bu gibi farklı uygulamalar tek pazarın işleyişine zarar vermekte, sermayenin göç riskini arttırmakta ve rekabeti bozmaktadır. Ayrıca uyumsuzluk çoğunlukla ya çifte vergilendirmeye, ya da hiç vergi alınmamasına yol açmaktadır. AK’ye göre birlik düzeyinde bu alanda sağlanacak bir koordinasyon, tek pazarın etkinliğini arttırarak entegrasyonu bir adım daha ileriye taşıyacaktır¹⁴⁰.

Vergiye sunulan üçüncü neden, piyasada gerçekleştirilen yüksek riskli işlemlerin ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı istikrarsızlıklardır. Bu durum, son krizde bir kez daha kendini göstermiştir. FİV ile etkinsizlik yaratan söz konusu işlem ve sermaye hareketlerine caydırıcılık

¹³⁷ Mircan Yıldız Tokatlıoğlu vd., “2008 Krizi ve Avrupa Birliği’ne Etkileri”, **Maliye Politikasının Oluşturulmasında Parlamentonun Rolü, Bildiriler ve Makaleler**, Sivas, 21-22/10/2010, s.221.

¹³⁸ Feride Bakar - Mircan Yıldız Tokatlıoğlu, “Küresel Finansal Kriz Sürecinde Avrupa Birliği Vergi Politikaları”, **Maliye Dergisi**, S.163, Temmuz-Aralık 2012, ss.483-484.

¹³⁹ European Commission, “Financial Transaction Tax: Making the Financial Sector Pay Its Fair Share”, **European Commission-Press Release**, No. IP/11/1085, 28/09/2011, p.1.

¹⁴⁰ European Commission, “Implementing Enhanced Cooperation in The Area of Financial Transaction Tax”, **European Commission Council Directive**, No.2013/0045, 14/02/2013, p.4.

kazandırılması hedeflenmektedir. Komisyona göre öneri, sayılan problemlere çare olabilecek etkin bir regülasyon aracıdır¹⁴¹.

a. Avrupa Komisyonu'nun Finansal İşlem Vergisi Önerisi

AK'nin önerdiği FİV, hemen hemen tüm finansal araçları içermekte ve bu araçların alım satımlarına uygulanması planlanmaktadır. Verginin doğması için işlemi gerçekleştiren taraflardan en az birinin finansal kuruluş olması ve yine en az bir tarafın AB sınırları içerisinde yerleşmiş olması gerekmektedir¹⁴².

FİV, hisse senedi, bono, tahvil ve bunların türevleri ile türev döviz işlemlerini de kapsayan çok geniş bir tabanı içermektedir. Dahası vergi sadece organize piyasaları değil, tezgâh üstü piyasaları da kapsamaktadır. Önerilen oran, spot işlemler için %0,1, türev işlemlerde ise %0,01'dir. Türev ürünlerde dayandığı varlığın değeri üzerinden uygulanacaktır. Ancak bu oran asgari bir değerdir. Üye ülkeler istedikleri takdirde söz konusu oranın üzerine çıkabileceklerdir¹⁴³.

AK'nin önerdiği verginin hemen hemen tüm finansal araçları kapsamasının temel nedeni, vergiden kaçınmanın mümkün olduğunca önlenmesi ve elde edilecek gelirin daha fazla olmasıdır. Ancak yine de bazı işlemlere çeşitli gerekçelerle bir takım istisna ve muafiyetler getirilmiştir¹⁴⁴:

- Spot döviz işlemleri hem reel ekonomiyle doğrudan ilişkili olduğu, hem de sermayenin dolaşımını korumak adına verginin dışında tutulmuştur. Ancak türevleri verginin kapsamına dâhildir.
- Birincil piyasalarda arz edilen hisse senedi, bono ve tahviller, yatırımların finansmanı için ihtiyaç duyulan sermayeyi daha maliyetli hale getirmemek için vergiden istisnadır.
- AB'nin, Avrupa Merkez Bankası, Avrupa Yatırım Bankası ve Avrupa Yatırım Fonu ile diğer uluslararası resmi kuruluşlarının gerçekleştirdiği işlemler, hem kamu borç yükünü arttırmamak, hem de piyasaya daha az maliyetle likidite sağlayabilmek adına vergiden muafır.
- Sıradan vatandaşların gündelik hayatta gerçekleştirdiği sigorta anlaşmaları, mortgage kredileri, tüketim ve yatırım kredileri ve banka mevduat işlemleri de yine verginin dışındadır¹⁴⁵.

¹⁴¹ European Commission, "Citizens' summary Proposal for a Financial Transaction Taxation(FTT)", http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/ftt_citizens_summary_en.pdf, (27.01.2015).

¹⁴² European Commission, "Implementing Enhanced Cooperation in The Area of Financial Transaction Tax", pp.16-17.

¹⁴³ Yiannis Kitromilides - Ana Rosa Gonzalez, "The EU Financial Transactions Tax: Antecedents and Current Debate", **Panoeconomicus Journal**, Vol.3, Special Issue, 2013, p.315.

¹⁴⁴ European Commission, "Impact Assesment", **European Commission Working Document**, 14/02/2013, p.15.

¹⁴⁵ Clifford Chance, "The Financial Transaction Tax-14 Questions and Answers", **Client Briefing**, September 2011, p.1.

FİV, vergiyi doğuran olay gerçekleştikten sonra, sorumlu olarak ilgili finansal kurum tarafından netleştirme yapılmadan stopaj usulüyle tahsil edilecektir. Elektronik işlemlerde işlemin yapıldığı anda, tezgâh üstü işlemlerde ise üç iş günü içerisinde ödenecektir. Finansal kurumlar, vergi idarelerine vergiyi yatırmakla, birlik üyesi devletlerde vergi kaçığının önlenmesi için gerekli tedbirleri almakla yükümlüdürler. Söz konusu tedbirler, finansal kurumların ticari kayıtlarının tutulması, muhasebe ve raporlama standartları, vergi idaresine gerekli tedbirlerin sunulması ve doğru şekilde ödemenin yapılması için sağlanacak düzenlemeleri içermektedir¹⁴⁶.

Komisyunun FİV önerisine şimdiye kadar AB-28 içerisinde 11 ülke destek sunmuştur. Bu ülkeler; Almanya, Fransa, İtalya, Avusturya, Belçika, Estonya, Slovenya, İspanya, Slovakya, Yunanistan ve Portekiz'dir. Özellikle Almanya ve Fransa'nın çabaları, verginin bu denli ciddi biçimde tartışılmasında etkili olmuştur. Öte yandan İngiltere öncülüğündeki diğer ülkeler, büyük sermaye kaçışlarıyla karşılaşılacağını ve birliğin finans merkezlerinin birer birer yok olacağını ileri sürerek uygulamanın karşısında yer almışlardır.

Vergi, birlik üyesi ülkelerin de pay alacağı şekilde AB bütçesine bir öz kaynak olarak kaydedilecektir¹⁴⁷. Bu durumda Birleşik Krallık gibi hali hazırda uyguladıkları vergiden önemli gelir sağlayan bazı ülkeler, elde ettikleri bu kazancı AB ile paylaşmak zorunda kalacaklardır. Ayrıca tasarının uygulamaya konulması halinde en büyük kazanç da Londra Borsası'ndan beklenmektedir. Nitekim beklendiği gibi İngiltere, Birlik düzeyinde uygulanacak bir FİV'e en çok tepki gösteren ülkelerin başında gelmektedir¹⁴⁸.

b. Önerilen Verginin Olası Ekonomik ve Mali Etkileri

AB genelinde uygulanması planlanan FİV'in olası ekonomik ve mali etkileri üzerine yeteri kadar geniş bir literatür Birlik genelinde uzlaşma sağlanamamasından dolayı henüz oluşmamakla birlikte, var olan çalışmalar da birbirlerinden farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Bu konuda yapılan en kapsamlı çalışma, AK'nin kendi hazırladığı etki analizidir. Raporda, söz konusu etkiler çeşitli yönleriyle incelenmiştir.

Buna göre, %0,01'lik bir vergi oranından bahsi geçen finansal araçlar vergilendirildiğinde 16,4 ila 43,3 milyar Euro arasında gelir elde edilmesi beklenmektedir. Rakamlar sırasıyla, AB

¹⁴⁶ Güler - Keleş - Uçar, a.g.m., s.39.

¹⁴⁷ Müge Hayriye Güvenç, "Avrupa Birliği Bütçesi: 2014-2020 Yıllarına İlişkin Çok Yıllı Mali Çerçeve", **Maliye Dergisi**, S.165, Temmuz-Aralık 2013, s.265.

¹⁴⁸ Clifford Chance, a.g.m., p.1.

GSYİH'nın %0,13 ve %0,35'ine denk gelmektedir. Eğer oran %0,1'e yükseltirsek beklentiler, 73,3 ila 433,9 milyar Euro arasında değişmektedir. Bu durumda rakamlar, yine sırasıyla GSYİH'nın %0,60 ve %3,54'üne tekabül etmektedir. Gelir aralıklarının bu denli farklı olmasının temel nedeni, vergi esneklikleri ve işlem hacminde meydana gelen olası azalmalar ile ilgilidir¹⁴⁹.

Rapora göre işlem hacminde meydana gelen değişiklikler, spot ve türev araç ayırımına göre farklılık arz etmektedir. Türev araçlarda %70 ila %90 arasında bir işlem kaybı beklenmektedir. Spot araçlarda ise toplam işlem hacminin %40'ını oluşturan yüksek hızlı spekülasyon ticaretinin büyük ölçüde engelleneceği belirtilmiştir. Bu azalmanın farklı finans piyasalarına yönelip yönelmeyeceği ise verginin tasarımına ve oranına bağlıdır¹⁵⁰.

Raporda vurgulanan diğer bir husus, spekülasyon ticaretinin engellenmesiyle birlikte piyasa yatırımcılarının aşırı riskli davranışlarının da azalacağıdır. Volatilité üzerinde ise, olumlu veya olumsuz herhangi bir etki meydana gelmeyecektir. Bu durumun daha ziyade piyasa yapısına bağlı olduğu belirtilmiştir. Ayrıca söz konusu rapora göre FİV'in, uzun dönemli AB GSYİH'sında %0.53 ile %1,76 arasında daralma yaratacağı tahmin edilmiştir¹⁵¹.

Literatürdeki çalışmalardan Handlykken ve Straume'ye göre, birlik düzeyinde uygulanacak bir FİV, tek başına yaşanabilecek krizleri önleyemeyecek ancak, kısa vadeli spekülasyon işlemleri cezalandırmak suretiyle daha istikrarlı bir finansal yapıya katkı sağlayacaktır¹⁵².

Lendvai, Raciborski ve Vogel'e göre, AB'de uygulanması planlanan FİV, GSYİH'nın %0,1'i kadar gelir yaratacak, ancak sermayenin maliyetini %0,04 ila %0,05 arasında arttıracaktır. Bu durum, uzun dönemde sermaye stokunun %0,4, milli gelirin ise %0,2 azalmasına neden olacaktır. Volatilité ise yüksek hızlı spekülasyon ticaretinin kaybolmasıyla beraber önemli ölçüde düşecektir¹⁵³.

Hanohan ve Yoder ise, FİV ile ilgili büyük beklentiler bulunduğunu ancak sonucun hayal kırıklığı yaratacağını ifade etmiştir. Çünkü birliğin finans merkezlerinden diğer finans merkezlerine büyük göçler yaşanacaktır. Bu nedenle vergi gelirleri de beklenenin çok altında kalacaktır. Ayrıca sanılanın aksine, söz konusu verginin oluşturduğu maliyet nedeniyle azalan kar marjları, yatırımcıları

¹⁴⁹ European Commission, "Executive Summary of The Impact Assessment", **European Commission Staff Working Paper**, 28/09/2011, pp.9-10.

¹⁵⁰ European Commission, "Executive Summary of The Impact Assessment", p.10.

¹⁵¹ European Commission, "Executive Summary of The Impact Assessment", p.11.

¹⁵² Peter Handlykken - Ingerid S. Straume, "The Financial Transaction Tax: A Populer Source for Innovative Financing", <http://www.attac.no/wp-content/uploads/2012/01/Artikkelsamling-UD-Finansiell-%C3%A5penhet-FTT.pdf>, (11.02.2015), p.32.

¹⁵³ Julia Lendvai - Rafal Raciborski - Lukas Vogel, "Securities Transaction Taxes: Macroeconomic Implications in a General-Equilibrium Model", **European Commission Economic and Financial Affairs, Economic Paper**, No. 450, March 2012, p.25.

daha büyük riskler almaya yöneltebilecektir. Yaşanan keskin işlem kaybı likidite sıkışıklığına yol açarak volatilitenin daha da yükselmesine neden olacaktır¹⁵⁴. Arbak'a göre de FİV, doğuracağı bu problemlerle AB'nin sorununa çare olmak yerine daha da kötüleştirecektir. Yine yazara göre, yakın gelecekte böyle bir uzlaşmanın sağlanması da zaten mümkün görünmemektedir¹⁵⁵.

AIMA tarafından yapılan başka bir çalışmada da verginin, varlık fiyatlarında önemli düşümlere neden olacağı, piyasa likiditesini düşüreceği, the bid-ask spread farkını arttıracığı ve volatilitayı yükselteceği belirtilmiştir. Bunun yanında doğru fiyat oluşumunu engelleyeceği, milli gelirden yarattığı daralmayla istihdam kayıplarına katkı sağlayacağı vurgulanmıştır. Söz konusu vergi, New York, Hong Kong ve Singapur gibi finans merkezlerine büyük göçler yaşanmasına yol açacaktır. Ayrıca yarattığı ilave maliyet, bireysel ve emeklilik fonlarına dâhil olan yatırımcılara artan kredi marjları ve yüksek aracı ücretleri şeklinde yansıtılacaktır¹⁵⁶.

Bir FİV, vergiden kaçınmayı ve piyasadan göç riskini önleyebildiği ölçüde başarılıdır. Bu gibi istenmeyen durumların ortaya çıkmaması için verginin, geniş tabanlı ve düşük oranlı olması esastır. AB genelinde uygulanması planlanan finansal işlem vergisi bu kriterler göz önüne alınarak değerlendirildiğinde, oluşturduğu geniş taban ile vergiden kaçınmayı önleyebilecek niteliktedir. Neredeyse tüm finansal araçlar kapsama dâhildir. Bu nedenle yatırımcıların yönelebilecekleri vergi dışı kalmış farklı yatırım araçları oldukça sınırlıdır.

Vergi ile ilgili ileri sürülen bir diğer husus, Birliğin içerisindeki finans merkezlerinden diğer finans merkezlerine göçler yaşanacağıdır. Ancak daha önce de ifade edildiği üzere günümüzde bu ihtimal oldukça azalmıştır. Çünkü dünya üzerindeki finansal işlemlerin çok büyük bir kısmı, Londra, ABD, Tokyo, Hong Kong ve Singapur gibi birkaç merkezde toplanmıştır. Bu merkezlerden ABD dışındakilerin tamamı, çeşitli işlem vergilerini zaten hali hazırda uygulamaktadır. FİV'in yürürlüğe girmesiyle birlikte sermaye hareketlerinin yönelebileceği tek yer ABD olarak değerlendirilebilir. Ayrıca uygulamanın oldukça düşük oranlı yapısı, bu olasılığı da fazlasıyla azaltmaktadır.

Öte yandan AB FİV önerisi ile ilgili vurgulanması gereken bir başka nokta, verginin gündeme getirilmesinin kriz dönemine denk gelmesidir. Aslında vergi, krizden çıkış için getirilen bir önlem değil finansal istikrara katkı sağlayıcı bir önlem niteliğindedir. Avrupa Birliği, henüz borç

¹⁵⁴ Patrick Honohan - Sean Yoder, "Financial Transaction Tax Panacea, Threat, or Damp Squib?", **The World Bank Policy Research Working Paper**, No.WPS5230, March 2010, p.23.

¹⁵⁵ Emrah Arbak, "Will The Financial Transaction Tax (FTT) Enhanced Stability?", **Financial Markets, CEPS Commentaries**, 04/10/2011, p.4, <http://www.ceps.eu/book/will-financial-transaction-tax-fft-enhance-stability>, (11.02.2015).

¹⁵⁶ AIMA, "Financial Transaction Tax An Assessment of The European Commission's Proposed Financial Transaction Tax", **AIMA Research Note**, January 2012, p.46.

krizinin etkilerini tam anlamıyla atlatamamış, 2008 yılından beri durgunluğun devam ettiği bir süreci yaşamaktadır. Üstelik krizden çıkış anlamında kesin bir reçeteye de sahip değildir. Öyle ki aralarında Stiglitz, Krugman, Roubini gibi iktisatçıların da bulunduğu bir grup ekonomist, Euro bölgesinin geleceğine ilişkin karamsar tablolar çizmektedir. Söz konusu verginin böyle bir dönemde yürürlüğe girmesi, bir likidite problemi yaratarak, bu durgunluğu daha da ileri boyutlara taşıyabilir. Zaten konuyla ilgili sürdürülen tartışmanın şiddetinin de 2012 sonrasında giderek zayıfladığı söylenebilir.

AB genelinde uygulanacak FİV önerisinin bir belirsizlik içerisine girmesinin ardından önce Fransa ve daha sonra İtalya ulusal düzeyde kendi işlem vergilerini uygulamaya koymuşlardır. Fransa'nın FİV, Ağustos 2012'de yürürlüğe girmiştir. Verginin kapsamına sermayesi 1 milyar Euroyu geçen Fransız şirketlerinin organize piyasalarda işlem gören hisse senetleri girmektedir. Vergi oranı, %0,2 olarak menkul kıymetin satın alım değeri üzerinden uygulanmaktadır. Bunun dışında kalan işlemlerle, birincil piyasa işlemleri ve Avrupa Merkez Bankası'nın ve ulusal düzenleyici kurumların yaptığı işlemler söz konusu verginin dışında tutulmuştur¹⁵⁷.

İtalya'nın FİV ise, organize ve tezgâh üstü piyasalardaki, sermayesi 500 milyon Euroyu geçen İtalyan şirketlerinin hisse senetleri ile bunların türevlerini kapsamaktadır. Hisse senetleri üzerindeki vergi Mart 2013'te yürürlüğe girerken, türevleri üzerindeki vergi Temmuz 2013'te yürürlüğe girmiştir. Oran 2013 yılı için finansal araçların alım değerleri üzerinden organize piyasalarda %0,12, tezgâh üstü piyasalarda ise, %0,22 olarak belirlenmiştir. Daha sonra 2014 yılından itibaren genel oran organize piyasalarda %0,1, tezgâh üstü piyasalarda %0,2 olarak değiştirilmiştir¹⁵⁸.

Oranların uygulanması türev araçlarda farklılık arz etmektedir. Tezgâh üstü piyasalardaki türev işlemler, sözleşmenin türüne göre 0,01875-200 Euro arasında değişen maktu bir vergiye tabidir. Organize piyasalarda ise, bağlı olduğu finansal varlığın nominal değerinin %20'sine, %0,1 olarak uygulanmaktadır. Söz konusu verginin yükümlüsü, ilgili aracı satın alan taraftır. Birincil piyasa işlemleri, Avrupa Merkez Bankası ile ulusal merkez bankasının gerçekleştirdiği işlemler, emeklilik fonları ve borç senetleri verginin dışında bırakılmıştır¹⁵⁹.

Hem İtalya, hem de Fransa'daki uygulamaların çıkış noktası, AK'nin önerdiği AB genelinde uygulanması planlanan FİV'dir. Ancak her iki ülkenin de yürürlüğe koyduğu vergi, kapsam itibarıyla

¹⁵⁷ Cyril Valentin - Laurent Dabernat, "An Overview of the Financial Transactions Tax", **Journal of Taxation of Financial Products**, Vol.11, No.2, 2013, pp.15-22.

¹⁵⁸ Vittorio Salvadori di Wiesenhoff - Roberto Egori, "Italian Financial Transaction Tax", **Journal of Taxation of Financial Products**, Vol.11, No.1, 2013, pp.19-23.

¹⁵⁹ Salvadori di Wiesenhoff - Egori, a.g.m., pp.24-27.

AK'nin önerisi ile karşılaştırıldığında sınırlı kalmaktadır. Özellikle Fransa'daki FİV örneği oldukça spesifik görünmektedir.

AB'deki gelişmeler bu yönde iken, dünyada öne çıkan diğer bazı ülke uygulamalarına da bakmak gerekir. Aşağıda Brezilya, Şili, Malezya ve Tayvan'daki FİV uygulaması üzerinde durulacaktır.

B. DİĞER ÜLKE UYGULAMALARI

Burada neden Brezilya, Şili, Malezya ve Tayvan'daki FİV uygulamaları üzerinde durulacağını açıklamak gerekir. Brezilya'nın ele alınmasının nedeni, gelişmekte olan büyük bir ekonomi olmasının yanı sıra, uygulamanın küresel kriz sonrası gündeme gelmiş olması ve beraberinde halen sınırlı da olsa devam eden güncel yönüdür.

Şili ve Malezya uygulamaları, çalışmada ele alınan şekliyle tam bir FİV uygulaması olmasa da doğurduğu etkiler itibariyle FİV'e benzer niteliktedir. Ayrıca her iki uygulamanın da amaçlanan hedeflere ulaşma bakımından başarılı kabul edilmesi nedeniyle söz konusu ülkelerin incelenmesinde fayda görülmüştür.

Tayvan'daki FİV uygulamasının çalışmada ele alınmasının başlıca nedeni ise, farklı oranlardan oluşan karmaşık yapısıdır. Ayrıca vergi, Tayvan için önemli bir kamu geliri özelliğini taşımaktadır.

1. Brezilya

FİV ile ilgili uzun bir geçmişe sahip olan Brezilya, 1990'lı yıllar boyunca çeşitli uygulamalara sahne olmuştur. İlk olarak 1991 yılında hem sermaye kaçışını engellemek hem de döviz rezervlerini arttırmak amacıyla reel faiz oranları yükseltilmiştir. Ancak sermaye akımlarının oldukça yüksek boyutlara ulaşması ile 1993 yılında ülkeye giren yabancı döviz işlemlerinin %9 oranında vergilendirilmesine başlanmıştır. Uygulama, FİV'in Portekizce karşılığı olan IOF olarak

adlandırılmıştır¹⁶⁰. 1998’de Asya ve Rusya krizlerinin yarattığı çalkantıdan kaynaklı sermaye kaçışları ile bu uygulamaya son verilmiştir.

Brezilya, 2008 küresel finans krizinin ardından uluslararası yatırımcı için güvenli bir bölge olarak algılanmıştır. 2009 Şubat ayından itibaren yaşanan yoğun sermaye girişleri, ülkenin para birimi Realin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Bu durum, ihracatta azalmaya birlikte cari işlemler açığının artmasına yol açmıştır. Hükümet, söz konusu açığın daha fazla derinleşerek istihdam kayıplarını besleyeceği endişesiyle FİV uygulamasını gündeme getirmiştir¹⁶¹.

Bu kapsamda, yoğun sermaye akımlarına maruz kalan ülke ulusal para birimindeki aşırı değerlenmeyi ve yaratacağı etkileri önlemek ve kısa vadeli spekülasyon yatırımların yerine uzun vadeli yatırımları teşvik etmek amacıyla, Ekim 2009 tarihinde %2 oranında FİV uygulamasına başvurmuştur. Para ve sermaye piyasalarında işlem gerçekleştiren yabancı sermayeye uygulanan vergi, başlangıç olarak döviz transfer işlemleri, sigorta kontratları ve bono transferleri olmak üzere sabit getirili menkul kıymetler ve hisse senedi türü işlem yapan kısa vadeli yabancı yatırımlara uygulanmış, uzun vadeli yabancı yatırımlar ise muaf tutulmuştur. FİV oranı, Ekim 2010 tarihinde %2’den %4’e, Mart 2011 tarihinde ise %6’ya yükseltilmiş ve vergiye tabi yabancı yatırımların süresi 90 günden 2 yıla çıkartılmıştır¹⁶².

Hisse senetlerini satın almanın bir diğer yolu, depo sertifikalarıdır. Bu araçlar, faaliyet gösterdiği ülke dışında bir borsada işlem görmek isteyen şirketlerin hisse senetlerini dayanak alan ve hisse senedi gibi işlem gören yatırım aracıdır¹⁶³. Başlangıçta vergi dışı kalan depo sertifikaları, sayılan özelliklerinden dolayı hisse senedi yatırımcısının vergiden kaçınmasına olanak sağlamıştır. Kasım 2009’da %1,5 oranında verginin kapsamına dâhil edilmiştir¹⁶⁴.

Sermaye girişlerindeki azalmanın ardından, ilk olarak Haziran 2011’de hisse senetleri üzerindeki vergi kaldırılmıştır. Ardından Haziran 2013’te ise, sabit getirili menkul kıymetler üzerindeki uygulamaya son verilmiştir. Brezilya’da günümüzde yalnızca depo sertifikaları üzerinde %1,5, altı aydan kısa vadeli dış borçlarda ise %6 oranında vergi söz konusudur¹⁶⁵.

¹⁶⁰ Marcos Chamon - Marcio Garcia, “Capital Controls in Brazil: Effective?”, **15th Jacques Polak Annual Research Conference**, Washington DC, November 13-14, 2014, p.6.

¹⁶¹ Chamon - Garcia, a.g.m., p.6.

¹⁶² Güler - Keleş - Uçar, a.g.m., s.31.

¹⁶³ Özcan Çikot, “Yabancı Piyasalarda Menkul Kıymet Kotasyonu ve Depo Sertifikaları” **Sermaye Piyasasında Gündem**, S.103, 2011, s.19.

¹⁶⁴ Chamon - Garcia, a.g.m., p.7.

¹⁶⁵ Chamon - Garcia, a.g.m., p.8.

Chamon ve Garcia'ya göre FİV, yoğun sermaye akımlarını azaltarak realin aşırı değerlenmesine bir miktar yardımcı olmuştur. Bunun yanında söz konusu azalma, ülkenin düşük ulusal tasarruf oranlarına sahip olması nedeniyle yatırım seviyesinde azalmalara da yol açmıştır. Genel olarak Brezilya uygulaması, işlem vergilerinin başarılı olabileceğini göstermiştir. Ancak ifade edilmesi gerekir ki, vergiden kaçınmaya olanak vermeyen geniş tabanlı bir FİV'in etki gücü daha yüksek olacaktır¹⁶⁶.

2. Şili

Şili, 1990'lı yıllarda finansal sermaye akımlarını sınırlandıran ve bu kapsamda gösterilen başarılı uygulamalardan bir tanesidir. Çünkü ülkeye giren kısa vadeli spekülasyon sermaye akımlarının hacmini düşürerek, uzun vadeli portföy yatırımlarının miktarını arttırmıştır. Söz konusu uygulama esas olarak tam bir FİV özelliği taşımamakta, ancak yarattığı etki itibarıyla eşdeğer kabul edilmektedir.

Edwards, Şili uygulamasının temel amacını, kısa vadeli sermaye akımlarının miktarını azaltmak ve uzun vadeli yatırımları teşvik etmek, yine bu akımlar nedeniyle oluşan döviz kurundaki dalgalanmayı minimuma düşürmek, ulusal merkez bankasının bağımsız para politikası izlemesine olanak tanımak ve finansal istikrarı sağlamak olarak ifade etmiştir¹⁶⁷.

1991 yılında Şili, bu amaçlar doğrultusunda, ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin %20'lik kısmının, en az bir yıl boyunca kazançsız şekilde merkez bankasında rezerv olarak tutulması zorunluluğunu getirmiştir. 1992'de oran, %30'a yükseltilmiştir. 1995'de, 200.000 Amerikan dolarının altındaki işlemler istisna kapsamına alınmıştır. 1998 yılında ise söz konusu oran, Asya ve Rusya krizlerinin de etkileriyle sermaye akımlarının azalması ve likidite gereksiniminin artması sonucu, Haziran ayında %10'a, Aralık ayında ise %0'a düşürülmüştür¹⁶⁸.

Ayrıca aynı süre içerisinde hem yurt içi, hem de yurt dışı olmak üzere süresi bir yıla kadar olan kredi işlemlerine %1,2 damga vergisi uygulanmıştır¹⁶⁹. Şili'nin rezerv zorunluluğu politikası, kazançsız olmasından dolayı gizli bir vergi içerdiği şeklinde düşünülmektedir ve bu nedenle de FİV'e eşdeğer görülmektedir.

¹⁶⁶ Chamon - Garcia, a.g.m., pp.24-25.

¹⁶⁷ Sebastian Edwards, "How Effective Are Capital Controls?", *NBER Working Paper*, No.7413, November 1999, pp.13-14.

¹⁶⁸ Parthasathi Shome, "Financial Transaction Taxes", *ICRIER Working Paper*, No.254, April 2011, p.12.

¹⁶⁹ Balseven, a.g.e., s.133.

Şili uygulamasının sermaye girişlerinin hacmini kısıtlamadaki etkisi sınırlı ve de kısa süreli olmuştur. Söz konusu uygulama kısa dönemli spekülâtif yatırımları caydırmak ve yapısını değiştirmek noktasında ise başarılıdır. Yani, ülkeye giren toplam portföy cinsi yatırımların miktarı azalmamış, ancak uzun vadeli yatırımların miktarı artmıştır. Uygulamadan önce ülkeye giren toplam sermaye içerisinde kısa vadeli yatırımların payı %73 iken, 1998’de %3’e inmiştir. Bu düşüş, döviz kurunun aşırı değerli hale gelerek cari işlemler dengesini bozmasına ve kurun çökmesine yol açabilecek yabancı sermaye kaçışını zorlaştırmıştır. Ekonominin kırılğanlığını ve dolayısıyla da finansal kriz bağlamında riski azaltmıştır¹⁷⁰.

3. Malezya

Malezya Asya krizi sonrası sermaye kontrolleri ile dikkat çeken ülkelerden biri olmuştur. Bilindiği gibi 1997 Asya krizi, Asya kaplanları olarak adlandırılan dünyanın yükselen ekonomilerinde önemli tahribatlar yaratmıştır. En ağır etkilenen ülkelerden Tayland, Güney Kore ve Endonezya bu krizden çıkış için IMF’ye yardım çağrısında bulunmuştur. Yardım karşılığında bahsi geçen ülkelerden esnek döviz kuru sistemine geçmesi, faiz oranını yükseltmesi, daraltıcı maliye politikaları uygulaması ve diğer klasik IMF programlarına tabi olması istenmiştir¹⁷¹.

Malezya’lı yetkililer de başlangıçta IMF programlarına benzer politikalar izlemişlerdir. Bu kapsamda, ulusal para birimi Ringgit’in değerindeki düşmeyi önlemek için faiz oranı yükseltilmiştir. Aralık 1997’de kamu harcamalarında büyük çaplı bir azalmaya gidileceği açıklanmıştır. Ayrıca hükümet, esnek döviz kuru sistemine geçileceğine yönelik vaatte bulunmuş, sermaye kontrollerinin ise uygulanmayacağını taahhüt etmiştir. Ancak söz konusu politikalar sonuç vermemiştir¹⁷².

Malezya hükümeti, uygulanan ortadoks ekonomi politikalarının sonuç vermemesi üzerine, sermaye akımları ve kur işlemleri üzerine kapsamlı ve sıkı kontollere yönelmiştir. Söz konusu kontrollerin amacı Ringgit’e yönelik sürdürülen spekülâtif atağın sonlandırılmasıdır.

Bu doğrultuda Ringgit, 3,80 Amerikan Dolarına sabitlenmiştir. Off-shore hesaplarda Ringgit cinsinden tutulan mevduatların bir ay içerisinde ülkeye getirilmesi ve yabancılara, yine bu para birimi cinsinden varlıklarının dövize çevrilebilmesi için on iki ay bekleme zorunluluğu getirilmiştir. Beş aylık süre sonunda bekleme zorunluluğu vergi alınması şeklinde değiştirilmiştir. Ayrıca,

¹⁷⁰ Keskin, a.g.m., ss.160-161.

¹⁷¹ Ethan Kaplan - Dani Rodrik, “Did The Malaysian Capital Controls Work”, **NBER Working Paper Series**, No.8142, February 2001, p.1.

¹⁷² Kaplan - Rodrik, a.g.m., p.9.

Malezya vatandaşlarının yurt dışına sermaye transfer etmesine sıkı kontroller getirilmiş ve yabancı portföy yatırımlarının oniki ay süreyle ülkeye girişi durdurulmuştur. Öte yandan, sıkı para politikasından vazgeçilerek faizlerde indirimde gidilmiştir. Ringgit'e karşı spekülasyon girişimleri önlemek için, Ringgit cinsinden yapılan tüm işlemlerin yerli kurumlar tarafından yapılması yükümlülük altına alınmıştır¹⁷³.

Malezya'nın uyguladığı politikalar sonucunda, ülkeden yabancı sermaye kaçıışı engellenmiş, spekülasyon döviz atakları önemli ölçüde azaltılmıştır. Sonuç olarak hedeflenen döviz kuru istikrarı sağlanmıştır. Bu nedenle, söz konusu politikalar başarılı kabul edilmektedir¹⁷⁴.

Nitekim Kaplan ve Rodrik, Malezya'nın kriz döneminde uyguladığı sermaye kontrol politikalarını, aynı şartlar altında IMF politikalarına yönelen Tayland, Güney Kore ve Endonezya ile kıyaslamıştır. Çalışmada, Malezya'nın uyguladığı politikaların daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır¹⁷⁵.

Işık ise, kriz ile mücadele kapsamında, sermaye kontrolleri uygulayan Malezya ile IMF programlarına başvuran Türkiye, Brezilya ve Rusya'nın kısa dönem toparlanma sürecindeki performanslarını karşılaştırmış ve Malezya'nın uyguladığı sermaye kontrollerinin kısa dönemde ki toparlanma sürecine katkısının, IMF'nin programlarına göre daha etkin olduğunu tespit etmiştir¹⁷⁶.

4. Tayvan

Tayvan'da FİV, çok büyük değişiklikler geçirmiş olmakla birlikte, ilk kez 1965 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Söz konusu uygulama, spot ve türev piyasalardaki çeşitli araçları kapsayan oldukça geniş tabanlı bir vergidir. Spot piyasalarda bu araçlar, hisse senedi ve hisse senedi sertifikaları, özel kesim ve kamunun bono ve tahvilleri ile Tayvan depo sertifikalarından oluşmaktadır. Türev piyasalarda ise, future ve opsiyon işlemlerini içermektedir¹⁷⁷.

Verginin oranı, hisse senetlerinde %0,3, bono ve tahvillerde %0,1, future işlemlerde, sözleşmenin türüne göre %0,0000125 ile %0,06 arasında, opsiyonlarda ise, %0,1 ile %0,6 arasında

¹⁷³ Keskin, a.g.m., ss.158-159.

¹⁷⁴ Antti Suvanto et al., "Promoting The Stability of International Capital Movements", **Ministry of Finance Finland Research Report**, No:1/2001, Helsinki, November 2000, p.40.

¹⁷⁵ Kaplan - Rodrik, a.g.m., p.33.

¹⁷⁶ Gözde Işık, "Finansal Krize Karşı Politika Tedbirleri: IMF Politikalarına Alternatif Olarak Sermaye Kontrolleri", **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl:18, S.209, Ağustos 2003, s.17.

¹⁷⁷ Beitler, a.g.m., p.6.

uygulanmaktadır. Küresel krizin ardından 2010 yılında Tayvan hükümeti, tüm borç senetleri üzerindeki vergi uygulamasını 2016'ya kadar askıya almıştır¹⁷⁸. Söz konusu FİV, farklı ve karmaşık oranlar içerdiğinden dolayı önemlidir ve literatürde bu yönüyle dikkat çekmektedir. Kapoor'a göre bu durum, sağladığı işlem hacmindeki değişiklikleri izleme olanağı sayesinde, doğru ve etkili oran oluşumuna yardımcı olmaktadır¹⁷⁹.

Vergi, spot araçlarda aracın satılmasında, türev araçlarda ise hem alımı, hem de satımı sırasında uygulanmaktadır. Taraflardan kesilip, ödenmesinden işlemi gerçekleştiren aracı kuruluş sorumlu tutulmuştur¹⁸⁰. Söz konusu FİV, Tablo 9'dan da görüldüğü üzere, Tayvan için önemli bir kamu geliri sağlamaktadır. 2001-2010 yılları arasında toplam vergi gelirleri içerisinde ortalama değeri %6,2 iken, aynı dönemde GSYİH içerisindeki payı ortalama %0,8 olmuştur.

Tablo 9: Tayvan'ın FİV Gelirleri (2001-2010)

Yıllar	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir Miktarı (milyar \$)	1,9	2,3	2,2	2,8	2,3	2,9	4,1	3,0	3,4	3,8
Toplam vergi gelirleri içerisindeki Payı (%)	5,2	6,5	5,9	6,7	4,8	5,9	7,8	5,6	7,2	6,7
GSYİH İçerisindeki payı (%)	0,65	0,77	0,72	0,85	0,65	0,79	1,07	0,77	0,91	0,87

Kaynak: UNITAID, "Tax on Financial Transactions An Implementation Guide", **UNITAID Report on The Feasibility of A Financial Transaction Tax for Global Health and Development**, September 2011, p.37.

IV. TÜRKİYE'DE FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ

Bu başlıkta önce Türkiye'nin finansal serbestleşmeye geçiş süreci ve yaşanan krizlere değinilecek, ardından Türkiye'de finansal sisteme yönelik vergiler incelenecek ve son olarak FİV'in Türkiye'de uygulanabilirliği tartışılacaktır.

¹⁷⁸ UNITAID, "Tax on Financial Transactions An Implementation Guide", **UNITAID Report ON The Feasibility of A Financial Transaction Tax for Global Health and Development**, September 2011, p.34.

¹⁷⁹ Kapoor, a.g.m., p.9.

¹⁸⁰ UNITAID, a.g.m., p.35.

A. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ VE FİNANSAL KRİZLER

İkinci bölümün bu son başlığında finansal işlem vergilerinin uygulanabilirliği konusunda Türkiye’ye ilişkin bir değerlendirme yapabilmek için Türkiye’de finansal serbestleşme süreci ve ardından yaşanan finansal kriz ve istikrarsızlıklara kısaca bakmak gerekir.

Türkiye’de 1980 yılından sonra finansal serbestleşme yönünde önemli gelişmeler yaşanmıştır. Ancak nihai adım, 32 sayılı karar ile Türk parasının tam konvertibl hale getirilmesinin ardından 1989 yılında gelmiştir. Bu tarih aynı zamanda, Türkiye’nin finansal serbestleşmeye geçiş tarihi olarak kabul edilir. Alınan söz konusu kararlar aşağıdaki şekildedir¹⁸¹:

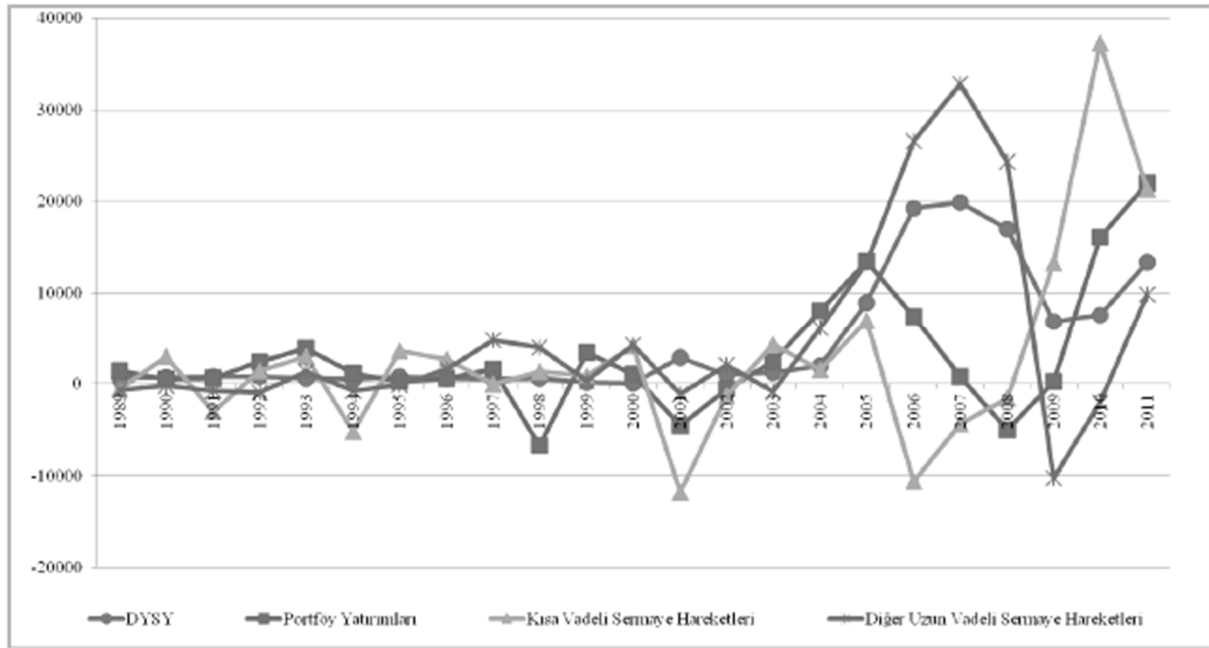
- Türkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiç bir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tâbi değildirler.
- Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülkeye getirebilirler.
- Yurtdışında yerleşik kişilerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler, bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülkeye dışına transfer edilebilir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin TL hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri TL ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.

¹⁸¹ TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını, Ankara, Mayıs 2002, ss.16-17.

- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına TL göndermeleri serbesttir.
- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.

Türkiye’de finansal serbestleşme politikalarının hayata geçirilmesinin ardında yatan gerekçe, tasarruf oranlarının artırılması, yatırımlar için ihtiyaç duyulan fon maliyetinin ucuzlaması ve ekonomik büyümenin tesis edilmesi olmuştur. Ancak Şekil 6’den de görüldüğü üzere ülkeye giriş yapan sermaye akımlarının büyük çoğunluğu, kısa vadeli spekülatif yatırım şeklinde olmuştur. Bu durum zaman zaman ciddi istikrarsızlıklara yol açmıştır.

Şekil 6: Türkiye’ye Yönelik Sermaye Akımlarının Dağılımı (1989-2011) (Milyon Dolar)



Kaynak: Özcan Karahan ve Evren İpek, “Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler”, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, Sayı 21, 2013, s.308.

Bu akışkan fon hareketlerinin en büyük sorunu genellikle kısa vadeli, riskli durumlarda ise çok kısa vadeli olmalarıdır. Kar beklentilerine göre süratle içeri girip ulusal para birimine çevrilir, oradan da yine beklentilere göre aynı süratle dövize çevrilerek dışarı çıkabilirler. Ayrıca finansal piyasaların görece zayıf olduğu Türkiye gibi ülkelerde, makroekonomi üzerindeki etkileri de çok daha şiddetli olur, çünkü piyasa hacmine oranla işlem tutarı çok büyüktür. Bu nedenle içeri girdiklerinde,

finansal dengeleri zedeleyerek rahatlama ve büyüme yaratırlar; ani çıkış durumlarında ise reel ekonomiyi de etkisi altına alabilen finansal krizlere yol açarlar¹⁸².

Aşağıda Tablo 10, Türkiye ekonomisine ilişkin bazı makroekonomik veriler içermektedir. Türkiye'ye dış finansal serbestlik sonucu giren portföy yatırımları, faiz oranını yükseltici ve Türk Lirası'nı (TL) değerlendirci bir etki yaratmıştır. Faiz oranlarının yüksek, kur oranının düşüklüğü ile sıcak paraya, uluslararası sermaye piyasalarından daha yüksek getiri elde etme olanağı tanınmıştır. Bu şekilde ülke, yatırımlara dönüşmeyen, yüksek getiri elde ederek kısa sürede yurt dışına kaçan spekülative bir sermaye akımına uğramıştır. Buna bağlı olarak, yüksek borçlanma, yüksek kamu açığı, yüksek tüketim, yüksek ithalat gibi sorunlar ortaya çıkmış ve ekonomik dengesizlikler daha da pekişmiştir¹⁸³.



¹⁸² Gülten Kazgan, **Tanzimattan Günümüze Türkiye Ekonomisi**, Genişletilmiş 5.b., İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2013, ss.140-141.

¹⁸³ Yakup Kepenek - Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 16.b., Remzi Kitabevi, İstanbul, 2004, s.516.

Tablo 10: Türkiye Ekonomisine İlişkin Bazı Göstergeler

Yıllar	Mevduat Faiz Oranları	Brüt Dış Borç Stoku (Milyon \$)	KKBG/ GSYİH	Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)	Cari İşlemler Dengesi (Milyon \$)	Ulusal Tasarruf/ GSYİH	GSYİH* (Bin TL)
1989	58,8	43.911	-	-4.167	938	22	76.498.381
1990	59,4	52.381	5,52	-9.343	-2.625	20	83.578.464
1991	72,7	53.623	7,45	-7.454	250	20	84.352.830
1992	74,2	58.595	7,90	-8.156	-974	20	89.400.745
1993	74,8	70.512	7,65	-14.083	-6.433	21	95.590.370
1994	95,6	68.705	4,61	-5.164	2.631	22	91.320.722
1995	92,3	75.948	3,74	-14.072	-2.339	21	97.887.800
1996	93,8	79.299	6,52	-20.402	-2.437	18	104.745.149
1997	96,6	84.356	5,83	-22.298	-2.638	19	112.631.203
1998	95,5	96.351	7,15	-18.947	2.000	23	70.203.147
1999	46,7	103.123	11,64	-14.084	-925	19	67.840.575
2000	45,6	118.602	8,88	-26.728	-9.920	18	72.436.399
2001	62,5	113.592	12,06	-10.064	3.760	19	68.309.352
2002	48,2	129.592	9,98	-15.495	-626	19	72.519.831
2003	28,6	144.157	7,32	-22.087	-7.515	17	76.338.193
2004	22,1	161.136	3,63	-34.373	-14.431	17	83.485.591
2005	20,4	170.737	-0,07	-43.298	-22.198	17	90.499.731
2006	23,7	208.089	-1,83	-54.041	-32.249	17	96.738.320
2007	21,0	250.035	0,08	-62.791	-38.434	16	101.254.625
2008	25,7	280.926	1,62	-69.936	-41.939	17	101.921.730
2009	15,7	268.933	5,05	-38.786	-13.991	14	97.143.611
2010	13,0	291.905	2,36	-71.661	-48.557	14	105.680.142
2011	12,0	303.902	0,14	-105.935	-77.890	15	115.174.724
2012	10,5	339.041	0,98	-84.083	-48.497	15	117.625.021
2013	10,0	389.541	0,46	-99.858	-65.068	14	122.476.094
2014	12,5	396.800	0,98	-84.541	-	-	126.069.789

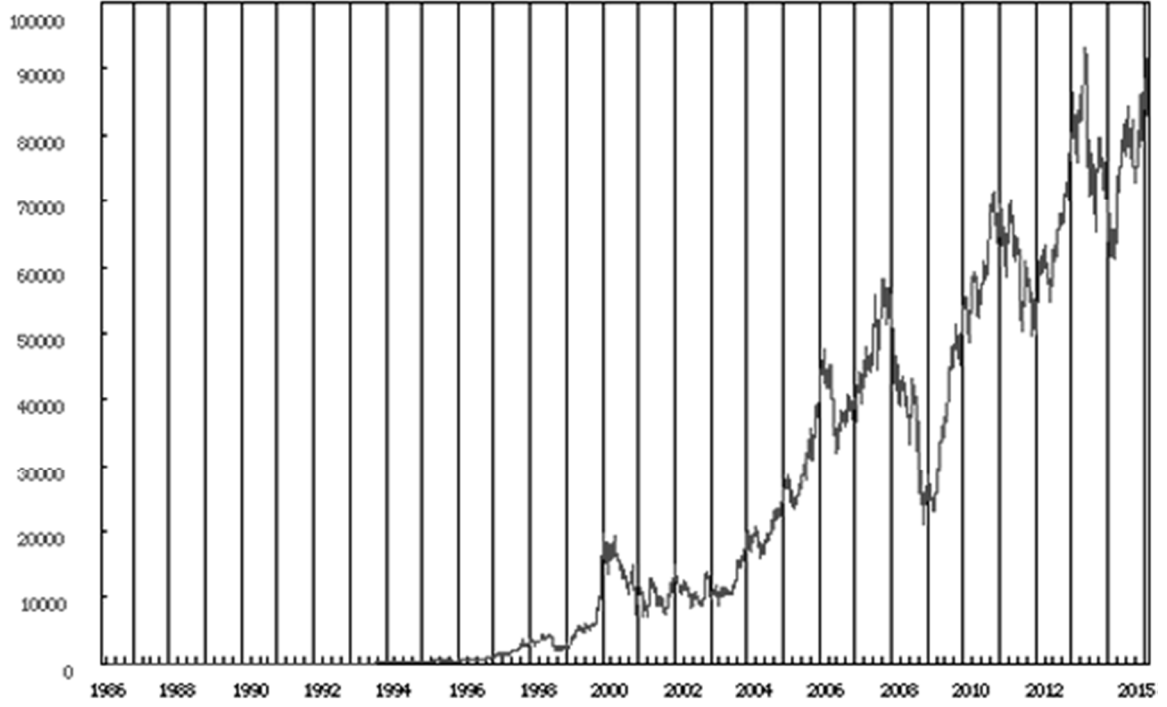
Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve The World Bank'dan elde edilen veriler yardımıyla hazırlanmıştır.

Türkiye’de yüksek hızlı ve kısa vadeli olarak gerçekleşen finansal işlemler varlık fiyatlarında da istikrarsızlıklara neden olmuş, volatilitenin artmasına yol açmıştır. Aşağıdaki Şekil 7’de görüldüğü üzere sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde menkul kıymetlerin değeri artarken, yavaşlama dönemlerinde keskin düşüşler yaşanmıştır.

* 1989-1997 yılları GSYH’sı 1987, 1998-2014 GSYİH’sı 1998 sabit fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Şekil 7: Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarındaki Dalgalanmalar

(FYAT) BIST 100 Endeksi, Kapanış Fiyatlarına Göre (Ocak 1986=1)



Kaynak: TCMB, EVDS

Dalgalı bir seyir izleyen sermaye hareketleri, sık sık finansal krizleri de beraberinde getirmiştir. Bu krizlerin en önemlilerini Nisan 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 ve son küresel kriz oluşturmaktadır. Krizlerin ortak nedeni, cari açıkların, bankacılık sistemindeki risklerin, siyasi belirsizliklerin ve dış borcun artması ile sermaye çıkışlarının tetiklenmesidir¹⁸⁴. Söz konusu ani sermaye çıkışları, döviz kurunda hızlı yükselmelere ve varlık fiyatlarının erimesine neden olmuştur. Süreci, banka ve firma iflasları izlemiştir.

Finansal serbestleşme sonrası yabancı sermayeyi çekmek adına uygulanan yüksek faiz politikası ile ülkeye giren döviz, TL'nin aşırı değerli hale gelmesine neden olmuştur. Bu durum, Türkiye'nin ithalatını arttırıcı, ihracatını ise azaltıcı yönde etki yaparak dış ticaret açığını arttırmıştır. Söz konusu açık, kısa vadeli portföy akımlarıyla telafi edilmeye çalışılmıştır. Ülke, yüksek faiz-düşük kur politikası kısılcacında kalmıştır.

Ayrıca süreçte, ithalatın ucuz hale gelmesi ile ekonomi, üretimde ara malı ve sermaye mallarına bağımlı olmuştur. Dolayısıyla ihracattaki artış, aynı oranda ithalatı da arttırmıştır. Bu

¹⁸⁴ Melike Atay, "Küresel Krizde Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Uluslararası Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği", Halil Seyidoğlu'na Armağan Finansal Kriz Yazıları, Ed. İrfan Kalaycı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2010, s.376.

nedenle dış ticaret açığının azaltılması mümkün olmadığı gibi, döviz kurunun yükseldiği dönemlerde ithalat pahalı hale geldiği için üretimde de tıkanmalar yaşanmıştır.

Yüksek faiz politikası, özellikle 1990'lı yıllarda kamunun finansman yükünü arttırarak borçlanmayı daha maliyetli hale getirmiştir. Kamu kesimi borçlanma gereksiniminin (KKBG) GSYİH'ya oranı 1989 yılında %5 civarında iken, sonraki yıllarda önemli düzeyde yükselmiştir¹⁸⁵. 2000'li yılların ikinci yarısından itibaren mali disiplinin sağlanması ile bu oran azalmıştır. (Bakınız: Tablo 10)

Her ne kadar Türkiye'nin 2000'li yılların ortalarından itibaren önemli bir kamu dış borç yükü olmasa da, brüt dış borç stoku oldukça yüksektir. Bilindiği üzere brüt dış borç stoku, tüm kamu sektörü kurum ve kuruluşları ile özel sektör kapsamındaki tüm şirket ve şahısların, yurt dışı yerleşiklerden sağlamış oldukları kredilerden doğan yükümlülükler ile yurt dışı piyasalarda ihraç ettikleri tahvillerden doğan yükümlülüklerin toplamından oluşmaktadır¹⁸⁶. Finansal serbestleşmenin ardından zaman zaman yaşanan ani sermaye kaçışları, döviz kurunu yükseltmekte ve borçlu kesimlerin borç miktarını daha da arttırmaktadır. Bu durum, yükümlülüklerin yerine getirilmesini ya engellemekte ya da güçleştirmektedir.

Bir başka ifade ile Türkiye, finansal serbestleşme politikalarıyla makroekonomik istikrarsızlıklara girmiş ve bu istikrarsızlıklar reformların uygulandığı dönemlerde daha da artmıştır. Ülkenin ihtiyaç duyduğu dış finansman için getirilen sermaye hareketliliği serbestisi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasına ve spekülasyonun hâkim olduğu bir yapının oluşmasına neden olmuştur. Bu dönemde borç stoku ve dış kaynak yetersizliği sorunu devam etmiş ve ekonomik politika yönetimini zorlayan bir yapılanma oluşmuştur¹⁸⁷.

Serbestleşme politikalarının ardından ülke, kendi makroekonomik dengesizliklerinin neden olduğu Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yanı sıra, diğer krizlerin etkilerine de açık hale gelmiştir. 1997 Asya, 1998 Rusya krizleri ve son olarak 2008 küresel krizi, Türkiye'nin GSYİH'sında önemli daralmalara neden olmuştur. Çünkü finans kanalının açık hale gelmesi, bulaşıcılık potansiyelini arttırmıştır.

Yaşanılan tecrübeler, finansal serbestleşmenin sorgulanmasına neden olmaktadır. Deneyimler, devletin piyasalardaki gözetim ve denetim yapılarını sağlamanın ötesinde, daha aktif bir

¹⁸⁵ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2003, s.241.

¹⁸⁶ <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Gr9i93osrUr1liQiVYj1mA=-H7deC+LxB18=&nm=495>, (27.02.2015).

¹⁸⁷ Balseven, a.g.e., s.300.

rol almasının gerekliliğini göstermektedir. Buna göre, etkin bir regülasyon sistemiyle kaynakların kısa vadeli ve üretken olmayan alanlardan caydırılması ve üretken alanlara aktarılması hususunda önemli görev üstlenilebilir¹⁸⁸.

B. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEME YÖNELİK VERGİLER

Türkiye’de yaşanan hemen hemen her istikrarsızlık ve kriz dönemlerinde FİV, Tobin vergisi adı altında çeşitli şekillerde tartışılmakta, kamuoyunda ve akademik düzeyde ilgi çekmektedir. Ancak, finans kesimine yönelik bazı vergiler olmakla birlikte, bu güne kadar tam anlamıyla böyle bir uygulama söz konusu olmamıştır.

Türkiye’de finans kesimine yönelik vergiler, kaynak kullanımını destekleme fonu (KKDF), banka ve sigorta muameleleri vergisi (BSMV) ile finansal araçlardan elde edilen karlara uygulanan stopajlardan oluşmaktadır. Oldukça karmaşık bir yapıya sahip olan KKDF, kapsadığı işlemler olarak da sınırlıdır. En genel itibariyle kredili işlemler üzerinden alınmaktadır¹⁸⁹. Fon’a yapılacak kesintiler¹⁹⁰:

- Banka ve finansman şirketlerince kullanılan tüketici kredilerinde (gerçek kişilere ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla kullanılan krediler) %15,
- Banka ve finansman şirketlerinin yurt dışından sağladığı kredilerde %0,
- Banka ve finansman şirketleri dışında, Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından sağladıkları kredilerde ortalama vadesi; bir yıla kadar olanlarda %3, 1 yıl (1 yıl dahil) ile 2 yıl arasında olanlarda %1, 2 yıl (2 yıl dahil) ile 3 yıl arasında olanlarda %0,5, 3 yıl (3 yıl dahil) ve üzerinde olanlarda %0,
- Kabul kredili, vadeli akreditif ve mal mukabili ödeme şekillerine göre yapılan ithalatta % 6’dır.

BSMV’ye ise, bankerler ile banka ve sigorta şirketlerinin 10/6/1985 tarihli ve 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu’na göre yaptıkları işlemler hariç olmak üzere, her ne şekilde olursa olsun yapmış oldukları bütün muameleler dolayısıyla kendi lehlerine, her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar tabidir. Genel oran %5 olmakla birlikte, bankalar arası mevduat

¹⁸⁸ Balseven, a.g.e., s.301.

¹⁸⁹ Ömer Çakıcı - Mehmet Ceylan, **Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu: Teori-Uygulama-Mevzuat**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, İstanbul, 2014, s.36.

¹⁹⁰ 26.08.1989 Tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan 88/12944 No’lu Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu Hakkında Teblig, <http://www.gib.gov.tr/index.php?id=1053>, (03.03.2015).

muameleleri sonucu lehe alınan paralara %1, kambiyo işlemlerinde ise %0 olarak uygulanmaktadır¹⁹¹.

6802 sayılı Kanunun 28'inci maddesinde BSMV'de vergiyi doğuran olay, diğer işlem vergilerinden oldukça farklı düzenlenmiştir. Buna göre, BSMV'nin doğumu için verginin konusuna giren bir işlem yapılması yeterli değildir; ayrıca o işlem neticesinde gelir elde edilmesi de gerekir ki, 6802 sayılı Kanunun 28'inci maddesi bu geliri “lehe alınan para” olarak tanımlamıştır.

Türkiye'de ayrıca, bankalardaki vadeli mevduatlara, hisse senedi alım-satım kazançları ile kar paylarına, Eurobondlar ile her türlü tahvil ve bononun faiz gelirlerine ve alım satım kazançlarına stopaj uygulanmaktadır.

Görüldüğü üzere Türkiye'de finansal sisteme yönelik bazı vergiler olmakla birlikte bunlar; ya belirli türdeki işlemlerden elde edilen kazançları kapsayan gelir vergisi niteliğinde vergiler ya da yurt dışından sağlanan kredilerden kesintiler şeklindedir. Oysa çalışmada ele alınan FİV, finansal işlemin değerini hedef alan, advalorem esaslı ve düşük oranlı bir satış vergisidir. Böyle bir vergi, Türkiye'de bugüne kadar uygulanmamıştır. Aşağıdaki başlıkta bu nitelikteki bir FİV'in Türkiye'de uygulanabilirliği tartışılacaktır.

C. TÜRKİYE'DE FİNANSAL İŞLEM VERGİLERİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ

FİV'in amaçları göz önüne alındığında şüphesiz en etkin sonuç küresel bir koordinasyonun sağlanması durumunda geçerli olacaktır. Ancak dünya genelinde böyle bir işbirliğine gidilmesi kısa ve orta vadede mümkün görünmemektedir. Nitekim vergi ile ilgili ilk kapsamlı ve sistematik öneriyi yapan James Tobin, Alman Der Spiegel dergisine yapmış olduğu bir röportajda; “önerinizin bir gün uygulanabileceğini düşünüyor musunuz?” sorusuna: “Ne yazık ki hayır. Çünkü uluslararası piyasalardaki karar vericiler bu fikre karşılar” cevabını vermiştir. Ayrıca aynı röportajda Tobin, küreselleşme karşıtı gruplarla bir ilgisi olmadığını, aksine serbest ticaretten taraf olduğunu, ancak kendisine desteğin yanlış taraftan geldiğini belirtmiştir¹⁹².

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin vergiyi tek taraflı olarak uygulayabilmeleri değerlendirildiğinde, doğru tasarım ve oran uygulanması halinde; imkânsız olmadığı gibi gereklilik

¹⁹¹ 19.01.2012 Tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan 89 No'lu Gider Vergileri Genel Tebliği, <http://www.gib.gov.tr/index.php?id=1079&uid=dPD8ZomGh2rFg1SH&type=teblig>, (04.03.2015).

¹⁹² Kapusuzoğlu, a.g.m., s.70.

olduğu da ifade edilebilir. Özellikle finans piyasalarının sığ olduğu bu ülkelerde, spekülative işlemlerin piyasa hacmine oranı görece büyük olduğundan, negatif etkileri de ağır olmaktadır.

Genellikle Türkiye'nin kısa vadeli spekülative sermaye akımlarını caydıracak sınırlamalar getirmesinin önünde en büyük engel olarak yüksek cari işlemler açığı gösterilmektedir. Ancak, daha önce de ifade edildiği üzere normal dönemde yaşanan yoğun sermaye girişleri TL'yi değerlendirmekte ve dış ticaret açığını arttırmaktadır. Yani süreç, finansal serbestleşme ile kendi kendini besleyen bir kısır döngü halini almıştır. Ayrıca, söz konusu sermaye akımlarıyla bu açığın giderilmeye çalışılması teorik bakımdan da doğru değildir.

Türkiye'nin finansal serbestleşme politikalarını hayata geçirmesinin temel nedenlerinden bir tanesi de yurt içi tasarruflarda artış sağlamak olmuştur. Ancak beklenilenin aksine süreçte tasarruf oranları önemli düzeyde düşmüştür. Söz konusu düşüş, gelişmekte olan bir ülke için yatırımların daha fazla dış finansmanla gerçekleştirilmesi anlamına gelmektedir ve bu durum büyümenin sürdürülebilirliği açısından önemli riskler yaratmaktadır. Düşük tasarruf oranları, sermaye hareketlerine getirilecek bir sınırlamanın önünde önemli bir sorundur. Ancak son yıllarda, bu oranın artırılması doğrultusunda çeşitli politikalar izlenmektedir.

AB'de, son yıllarda AK'nin önerisiyle tartışılmaya başlanan verginin yürürlüğe girmesi halinde, Türkiye'nin buna tabi olması pratik ve etkin bir çözüm olabilir. Ancak söz konusu tartışma, uzlaşma sağlanamaması nedeniyle gündemden düşmüş görünmektedir. Türkiye açısından tek taraflı etkin bir FİV uygulanabilmesi için, verginin tasarım ve oranının belirli özellikler barındırması gereklidir. Bunlar:

- Yalnızca kısa vadeli spekülative yatırımları hedefleyecek şekilde düşük oranlı olmalıdır. Bu kapsamda %0,001 ile %0,1 arasında uygulanması önerilmektedir.
- FİV, vergiden kaçınmanın önlenmesi için, türev - spot, organize - tezgâh üstü şeklinde ayırım yapılmaksızın, hemen hemen tüm finansal piyasa ve araçları kapsayacak biçimde geniş tabanlı olmalıdır.
- Vergi, araçların hem alım, hem de satımına uygulanabileceği gibi yalnızca alım veya satımlarına da uygulanabilir. Karar vericiler oranı belirlerken bu durumu göz önünde bulundurmalarıdır.
- Vergi, hem yatırımlar için ihtiyaç duyulan sermayeyi daha maliyetli hale getirmemek, hem de reel mal ve hizmet ticaretini etkilememek adına menkul kıymetlerin birincil piyasadaki arzları ile spot döviz işlemlerini kapsamamalıdır.

Bahsi geçen oranlar oldukça düşüktür. Bu nedenle önemli sermaye kaçışlarına neden olmayacağı tahmin edilmektedir. Yalnızca çok kısa vadeli ve yüksek hızdaki işlemleri caydırması hedeflenmektedir. Ayrıca geniş tabanlı vergi uygulaması, küreselleşme sonrası vergi kaynakları azalan Türkiye açısından önemli gelir yaratabilecek düzeydedir. Öyle ki, sunulan düşük oranlar nedeniyle spekülasyon nitelikli işlemleri caydırmakta başarısız olursa bile, barındırdığı yüksek gelir potansiyeli ile yine tercih edilebilir niteliktedir.

Finansal araçların farklı yapısından dolayı, piyasa yatırımcılarının bu araçlara vereceği tepkiler de farklı olacaktır. Bu nedenle, spot ve türev piyasalarda farklı oranlamaya gidilerek, türev araçlara görece daha düşük şekilde uygulanabilir.

Ayrıca, piyasadaki yatırımcıların FİV'e tepkilerini en aza indirmek adına yürürlüğe girişinde uygulanacak oran, uzun vadede uygulanması planlanan orandan daha düşük tutulabilir. Yıllar içerisinde söz konusu yatırımcıların vergi psikolojisine alışması ile birlikte istenilen düzeye yükseltilebilir.

Özet olarak, kapsam ve oran açısından doğru tasarlanmış FİV, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere birçok açıdan avantaj sağlayabilecektir. Buna göre:

- Spekülasyon nitelikli kısa vadeli sermaye maliyetli hale getirilecek, böylelikle uzun vadeli yatırımlara özendiricilik sağlanacaktır. Bu durum, başta döviz kuru olmak üzere, diğer menkul kıymetlerin fiyatına istikrar kazandıracak, piyasada volatilitenin düşmesine yardımcı olacaktır.
- En küçük istikrarsızlık dönemlerinde ülkeden ani çıkış yaparak, durumu daha da derinleştiren sermayenin önüne bir engel konulacak ve krizlere yakalanma ihtimali bir nebze azaltılacak ya da en azından geciktirilerek doğru müdahaleler için zaman kazanılabilecektir.
- Finansal serbestleşme sürecinde yatırımcılar, fiziki yatırımlar yerine yüksek kar fırsatları nedeniyle finansal yatırımları tercih eder olmuştur. İşlemler maliyetli hale getirilmek suretiyle azaltılan piyasa hacmi, söz konusu finansal yatırımların reel yatırımlara kaymasına yardımcı olabilecek ve böylelikle sanayi destekli istihdam yaratan büyüme politikaları izlenebilecektir.
- Küreselleşme süreci boyunca dünya genelinde devletlerin kamu gelirleri azalmıştır. Bu durum Türkiye için de geçerlidir. FİV, büyüme ve kalkınmaya yönelik verimli kamu harcamalarına finansman sağlayacak yeni bir vergi kaynağı yaratabilecektir.
- Sermaye hareketlerinin aşırı mobilitesi, merkez bankası ve hükümetlerin bağımsız para ve maliye politikaları izlemelerine olanak tanımamaktadır. Sermaye hareketlerine getirilen küçük bir yavaşlatma bu alanda özgürlük sağlayabilecektir. Üstelik vergi oranının koşullara göre yükseltip

azaltılabilmesi ile finansal spekülasyonun giderilmesi ya da kamu gelirlerinin arttırılması arasında ilave bir tercih imkânı daha doğacaktır.



SONUÇ

Finansal serbestleşme ve finansal kriz arasındaki ilişkinin ve finansal krizlere bir önlem olarak finansal işlem vergilerinin incelendiği bu çalışmanın sonunda elde edilen bulgular ve yapılabilecek öneriler şu şekilde açıklanabilir.

Bir ekonomide finansal sistemin temel işlevi yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonların, tasarruf fazlası olanlardan yatırımcılara aktarılmasını sağlamaktır. Tasarruflar yurt içi kaynaklardan elde edilebileceği gibi yurt dışı kaynaklardan da elde edilebilir. Finansal sistemin serbestleşmesi bu kaynaklara ulaşmayı kolaylaştırma amacı taşımaktadır.

Finansal serbestleşme kavramı, dar anlamda; mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasını, geniş anlamda ise; farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların, döviz kontrollerinin azaltılması veya kaldırılması; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişindeki engellerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması gibi unsurları kapsamaktadır. Dünyadaki finansal serbestleşme süreci Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle 1970'li yıllardan itibaren önce ABD, Almanya, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde, ardından gelişmekte olan ülkelere o zamana kadar yaygın biçimde uygulanan sermaye kontrollerinin aşamalı bir biçimde kaldırılması ile birlikte gündeme gelmiştir. Bu süreç, 1980'li ve 1990'lı yıllarda da devam etmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ulusal tasarruf oranlarının düşüklüğü ve döviz kaynaklarının kıtlığı finansal serbestleşme politikalarını benimsemelerinde etkili olmuştur. Bu yolla yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonların düşük maliyetle temin edilmesi, döviz cinsinden mevduatın arttırılması ve tasarruf oranlarının yükseltilmesi imkânı elde edilmiştir. Finansal serbestleşme politikalarının gelişimini etkileyen diğer faktörler ise; merkezi planlamaya dayalı sosyalist ekonomilerin aynı dönemde piyasa ekonomisine geçmesi gibi bazı politik gelişmeler, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası mali kuruluşların gelişmekte olan ülkelere getirdikleri yapısal uyum ve istikrar programları, bilgi ve iletişim teknolojisinde yaşanan ilerlemeler ve bu ilerlemelerin de yardımıyla finansal yeniliklerdeki artışlardır.

Bu dönemde finansal serbestleşme politikalarını hayata geçiren ülkeler, yoğun sermaye girişleriyle karşılaşmışlardır. Ancak bu sermaye girişleri genellikle istikrarsızlık yaratan kısa vadeli spekülasyon yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Sermaye girişlerinin devam ettiği dönemlerde çoğunlukla ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi durumuyla karşılaşmış ve ardından cari işlemler dengesinde bir takım bozulmalar yaşanmıştır. Sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde

ise, döviz kurunun ani biçimde yükseldiği, varlık fiyatlarının düştüğü, banka ve firma iflaslarına kadar uzanan ve kriz olarak adlandırılan olaylarla karşılaşmıştır.

Bu krizler finansal sistemde para krizi, banka krizi, borç krizi ve sistemik finansal krizler şeklinde ortaya çıkmış ve çoğunlukla ilerleyen zamanlarda reel ekonomiyi de etkisi altına almıştır. 1980'lerde yaşanan Latin Amerika krizi, 1992 Avrupa para krizi, 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi, 1994-2000-2001 Türkiye krizleri, 1998 Rusya krizi bu duruma verilebilecek başlıca örneklerdir. Yaşanan finansal krizler sonrasında çeşitli iktisatçılar tarafından, krizlerin ortaya çıkışını açıklamaya yönelik kriz modelleri geliştirilmiş ve bazı yaklaşımlar ortaya konmuştur.

Neo klasik iktisatçılar ise, genellikle gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı bu krizleri, zayıf makroekonomik verilere ve kötü ekonomik ve siyasal yönetim biçimlerine bağlayarak ifade etmişlerdir. Ancak 2008 yılında ABD'de başlayan ve ardından tüm dünyayı etkisi altına alarak küresel bir krize dönüşen finans krizi ve akabinde Avrupa'nın yaşadığı borç krizi bu görüşlerin değişmesinde rol oynamıştır. Çünkü her iki kriz de dünyanın en gelişmiş ekonomilerinde meydana gelmiştir.

Bu krizlerden özellikle 2008 küresel finans krizinin ortaya çıkışında ve yayılmasında, serbest ve denetimsiz hale getirilen finansal sistemdeki finansal kuruluşların aşırı riskli davranışları ile kısa vadeli spekülasyon işlem hacminin önemli rol oynadığı bilinmektedir. Bu bağlamda, devletin finansal sistemde daha etkin bir rol oynaması gerektiğine dair söylemler artmıştır. Bunun en önemli göstergelerinden biri de hem IMF'nin hem de AB'nin finansal işlem vergilerini gündeme getirmesidir.

Aslında finansal işlemlerin vergilendirilmesine yönelik ilk öneri John M. Keynes tarafından 1936 yılında yapılmıştır. Sonraki dönemde 1978'de ise Keynesyen iktisatçı James Tobin, spot döviz işlemlerine yönelik ilk kapsamlı FIV önerisinde bulunmuştur. Tobin'in bu önerisi daha sonraları Tobin vergisi olarak adlandırılmıştır. Ancak her iki öneri de, söz konusu dönemlerde finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olmaması nedeniyle dikkat çekici olmamıştır. İlerleyen yıllarda finansal piyasalarda işlem hacminin artması ve kısa vadecilik kültürünün yerleşmesi ile bu vergilere ilgi artmış, özellikle Asya krizinden sonra Tobin vergisi küresel düzeyde taraftar toplamıştır.

Asya krizinin ardından Tobin vergisinin yoğun şekilde tartışılmaya başlanmasıyla, verginin teorik eksikliklerini gidermeye yönelik yeni öneriler de ortaya çıkmıştır. Spahn vergisi ile Eichengreen ve Wyploz vergisi bu türden vergiler olup Tobin vergisinin türevleri olarak ifade edilmektedir.

2008 küresel finans krizinin ardından ise Avusturyalı iktisatçı Stephan Schulmeister tüm finansal işlemleri içeren, geniş tabanlı ve tek oranlı bir vergi önerisinde bulunmuştur. Daha sonra ise, IMF'nin ve Avrupa Komisyonu'nun vergi önerileri ortaya çıkmıştır.

Bu teorik vergi önerilerinden belki de en dikkat çekici olanı IMF'nin önerdiği vergilerdir. Çünkü daha önce de ifade edildiği üzere IMF, finansal serbestleşme politikalarının kökleşmesinde etkin rol oynamıştır. Küresel kriz döneminde 2009 yılında Pittsburg'daki G-20 zirvesinde liderler tarafından IMF'den, finansal kuruluşların aşırı riskli davranışlarını engelleyecek ve krizin maliyetine finans kesiminin de adil biçimde katılımını sağlayacak bir vergi ile ilgili rapor hazırlaması istenmiştir. Bu doğrultuda IMF, finansal istikrara katkı vergisi ve finansal faaliyet vergisi olmak üzere iki öneride bulunmuştur. Her iki vergi de finansal işlemlerden ziyade, finansal kuruluş ve çalışanlarının kazançlarını hedeflemektedir.

Avrupa Komisyonunun 2011 yılında AB genelinde uygulanması doğrultusunda getirdiği vergi önerisi ise; doğrudan finansal işlemleri hedef alan geniş tabanlı bir FİV'dir. Bu vergi, finans piyasalarında kısa vadeli spekülasyon işlem hacmini azaltarak uzun vadeli yatırımlara öncelik kazandırmayı ve son krizin maliyetine finans kesiminin de adil biçimde katılımını sağlamayı hedeflemektedir. Ayrıca Birlik ülkelerinde zaten çeşitli FİV uygulamaları söz konusudur. Bu alanda bir düzenlemeye gidilerek uyum sağlanması ve bütçede yeni bir öz kaynak oluşturulması da diğer amaçlardır. Genel olarak vergiden kaçınmaya olanak vermeyen düşük oranlı yapısıyla başarılı olabilecek bir vergi olarak değerlendirilebilir. Ancak İngiltere'nin başı çektiği 16 üye ülkenin karşı çıkması nedeniyle gündemden düşmüştür.

FİV, genel tanımıyla finansal araçların ticareti üzerine uygulanan küçük oranlı, ad valorem esaslı vergilerdir. Bu vergiler, borç ve hisse senetlerinden, türevlere ve banka kredilerine kadar son derece geniş bir ölçekteki işlemlere uygulanabilmektedir. FİV'in temel iki amacı vardır. Birincisi, istikrarsızlık yaratan kısa vadeli spekülasyon sermaye ile gerçekleştirilen işlem miktarını azaltmak ve bu yolla, finansal piyasalardaki yüksek volatilitiyi düşürmektir. İkincisi ise, son yıllarda krizlerin kamu maliyesinde yarattığı ağır maliyete finans kesimini ortak etmek ve devletlerin küreselleşme sürecinde azalan vergi gelirlerine yeni kaynak sağlamaktır. Bunun yanında, küresel kamusal malların finansmanına katkı koymak ve finansal sistemde, KDV gibi bir satış vergisinin bulunmayışından kaynaklanan eksikliği gidererek, mükellefler arasında adaletli bir vergileme gerçekleştirmek gibi amaçları da söz konusudur. Bu yönüyle FİV, finansal serbestleşme sonrası yaşanan sorunlara bir önlem niteliğinde tartışılmaktadır.

Çalışmada da aynı doğrultuda ele alınan FİV'in etkinliği değerlendirildiğinde en başarılı sonucun, küresel bir koordinasyonun sağlanması durumunda elde edileceği belirtilebilir. Ancak vergiden kaçınmaya imkân vermeyecek şekilde doğru tasarlandığında ve sermaye girişlerinde büyük ölçekli azalmalara neden olmadan uzun vadeli yatırımları teşvik edecek düşük bir oranda uygulandığında, ülkeler bazında tek taraflı olarak uygulanmasının da mümkün olabileceği düşünülmektedir. Ayrıca vergi, finans piyasalarının yaydığı negatif dışsallığı önlemede başarısız olsa bile, sermaye girişlerini büyük ölçüde engellemediği sürece, sağlanması beklenen kamu geliri sayesinde yine tercih edilebilir niteliktedir.

Özellikle Türkiye gibi finans piyasalarının sığ olduğu gelişmekte olan ülkelerde, spekülasyon sermaye hareketlerinin piyasa hacmine oranı görece daha büyük olduğundan, olumsuz sonuçları da daha ağır olmaktadır. Nitekim Türkiye, finansal serbestleşme sonrası; Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri gibi kendi büyük krizlerini yaşamış, ayrıca son küresel finansal krizde olduğu gibi diğer krizlerin de etkilerine açık hale gelmiştir. Bugün itibariyle Türkiye finansal kesime yönelik katı bir sermaye kontrolü anlayışından uzak görüldüğüne göre, hem iç hem de dış nedenlerle yaşadığı bu tür istikrarsızlarla gelecekte de karşılaşma olasılığı dikkate alındığında, vergiden kaçınmaya olanak vermeyecek geniş tabanlı ve düşük oranlı bir finansal işlem vergilerinden yararlanması beklenebilir.

Uygulamaya konacak FİV, Türkiye için hem istikrar sağlayıcı hem de önemli bir kamu gelir kaynağı niteliği taşıyabilir. 2000'li yılların başından itibaren Türkiye'ye giren finansal sermaye akımlarındaki artış ve finans kesiminin ekonomide artan rolü bu verginin uygulanması için uygun bir zemin oluşturmaktadır. Vergi, ayrıca Türkiye'de dolaylı vergilere dayalı vergi yapısı içerisinde tüm yükün alt ve orta gelir grubu üzerinde yoğunlaştığı bir ortamda, KDV benzeri bir vergiye tabi olmayan finans kesimini düşük oranda olsa vergilemeye imkân sağlayacaktır. Böylece, kapsam ve oran açısından doğru tasarlanmış FİV vergilemenin daha adaletli yapılmasına da yardımcı olabilecektir.

Çalışmada önerilen türde bir verginin ulusal ve/veya uluslararası düzeyde uygulanabilmesi için ekonomi politikasının yönetiminde maliye politikası araçlarını kullanmaya istekli hükümetlere ihtiyaç vardır. Bunun yanında yaşanabilecek bazı gelişmeler de verginin uygulanmasında etkili olabilir. Daha önce de ifade edildiği üzere, bu vergilerin karşısında yer alan IMF gibi uluslararası bir mali kuruluş ile AB gibi serbest piyasa ekonomisine sıkı sıkıya bağlı bir ekonomik birlik, küresel kriz sonrasında FİV'e olan tutumlarını değiştirmişlerdir.

KAYNAKÇA

- ADDA Jacques, **Ekonominin Küreselleşmesi**, Çev. Sevgi İnceci, İletişim Yayınları, 2002.
- AIMA, “Financial Transaction Tax An Assessment of The European Commission’s Proposed Financial Transaction Tax”, **AIMA Research Note**, January 2012.
- AKÇAY Belgin, **21. Yüzyılın İlk Finansal Krizi**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012.
- AKDİŞ Muhammet, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım Yayım, İstanbul, 2000.
- AKERLOF George A., “The Market for “Lemons”: Quality, Uncertainty and The Market Mechanism”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.84, No.3, 1970, pp.488-500.
- AKLAN Nejla, “Tobin Vergisi, Döviz Piyasalarında İstikrar Sağlamanın Bir Aracı Olarak Kullanılabilir mi?”, **İktisat Fakültesi Mecmuası Dergisi**, C.55, S.2, 2005, ss.49-73.
- AKTAN Coşkun Can - İstiklal Yaşar Vural, “Vergi Rekabeti”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.22, Ocak-Haziran 2004, ss.1-18.
- ALİBER Robert Z. Bhagwan Chowdhry - Shu Yan. “Some Evidence That A Tobin Tax on Foreign Exchange Transactions May Increase Volatility”, **European Finance Review**, No.7, 2003, pp.481-510.
- ALP Ali, **Finansın Uluslararasılaşması**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2000.
- ALOY Marcel - Gilles Dufrenot - Anne Peguin-Feissolle. “Is Financial Repression a Solution to Reduce Fiscal Vulnerability? The Example of France Since the End of World War II?”, **Applied Economics**, Vol.24, No.6, 2014, pp.629-637.
- AMANDO Nestor Adrian - Ana Maria Cerro - Osvelto Meloni. “Currency Crises in Argentina An Emprical Investigation”, <http://www.aep.org.ar/anales/works/works2004/Amado-Cerro-Meloni-04.pdf>, (07.07.2014).
- AMİHUD Amihud - Haim Mandelson. “Liquidity, Asset Prices and Financial Policy”, **Financial Analysts Journal**, Vol.47, No.6, November-December 1991, pp.56-66.

- ANDERSEN Thomas Barnebeck - Finn Trap, “Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LDCs”, **Journal of International Development**, Vo.15, No.2, 2003, pp.189-209.
- ANGELIS Massimo De, “Capital Movements, Tobin Tax, and Permanent Fire Prevention: A Critical Note”, **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.22, No.2, Winter 1999-2000, pp.187-195.
- ARBAK Emrah, “Will The Financial Transaction Tax (FTT) Enhanced Stability?”, **Financial Markets, CEPS Commentaries**, 04/10/2011, <http://www.ceps.eu/book/will-financial-transaction-tax-ftt-enhance-stability>, (11.02.2015).
- ARESTİS Philip, “Washington Consensus and Financial Liberalization”, **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.27, No.2, Winter 2004/2005, pp.251-271.
- ARESTİS Philip - Panicas Demetriades, “Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries”, **Eastern Economic Journal**, Vol.25, No.4, 1999, pp.441-457.
- ARESTİS Philip - Santonu Basu. “Financial Globalization and Regulation”, **The Levy Economics Institute Working Paper**, No.394, December 2003.
- ARIYOSHİ Akira - Karl Habermeier - Bernard Laurens -Inci Otker-Robe - Jorge Iván Canales-Kriljenko - Andrei Kirilenko. “Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization”, **IMF Occasional Paper**, No.190, May 2000.
- ARMAĞAN Ramazan - Murat İçmen, “Vergi Rekabeti ve Türkiye’ye Yansıması”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.17, S.2, 2012, pp.145-172.
- ATAY Melike, “Küresel Krizde Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Uluslararası Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği”, **Halil Seyidoğlu’na Armağan Finansal Kriz Yazıları**, Ed. İrfan Kalaycı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2010, ss.361-385.
- AYDIN Suat, “Finansal Piyasalarda Gürültücüler”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, C.26, S.304, 2011, ss.9-36.
- ASLAN Nurdan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2.b., Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997.

- ASLAN Nurdan ve Nuray Terzi, **Küresel Finans**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2013.
- AŞIKOĞLU Yaman, **Finance, Exchange Rate & Financial Liberalization, Capital Markets Board**, 2nd Edition, Ankara, 1996.
- ATAÇ Beyhan, **Maliye Politikası**, Gözden Geçirilmiş 9.b., Turhan Kitabevi, Ankara, 2012.
- ATAMTÜRK Burak, “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, C. 23, S. 2, 2007, ss.75-89.
- BAKAR Feride - Mircan Yıldız Tokatlıoğlu. “Küresel Finansal Kriz Sürecinde Avrupa Birliği Vergi Politikaları”, **Maliye Dergisi**, S.163, Temmuz-Aralık 2012, ss.481-504.
- BALGATİ Badi H. - Dong LI - Qi LI. “Transaction Tax and Stock Market Behaviour: Evidence from an Emerging Market”, **Empirical Economics**, Vol.31, No.2, Spring 2006, pp.393-408.
- BALSEVEN Hale, “Dünya Uygulamalarında ve Türkiye’de Finansal Piyasalardaki İşlem Vergileri”, **Vergi Dünyası Dergisi**, S.265, Eylül 2003, ss.171-178.
- BALSEVEN Hale, **Sermayenin Vergilendirilmesinin Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2003.
- BALSEVEN Hale ve Mustafa Erdoğan, “Mali Kriz Riski Bağlılığında Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilir Bir Versiyonu”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, C.10, S.1, 2005, ss.297-319.
- BARCLAY Bill, “Found Money: The Case for a Financial Transaction Tax”, **Project Muse**, Vol.57, No.3, Summer 2010, pp.61-65.
- BAŞOĞLU Ufuk - Nalan Ölmezoğulları - İlker Parasız, **Dünya Ekonomisi**, 2.b., Ezgi Kitabevi, Bursa, 2001.
- BAŞOĞLU Ufuk - Ali Ceylan - İlker Parasız, **Finans: Teori, Kurum ve Araçlar**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2009.

- BERKAY Ferhan ve Ramazan Armağan, “Vergilemenin Uluslararası Boyutlarından Çifte Vergilendirme Sorunsalının Türk Vergi Sistemine Etkisi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi**, C.3, S.5, 2011, ss.88-106.
- BEİTLER Diana, “Raising Revenue: A review of Financial Transaction Taxes Throught World”, **A Report Healty Poverty Action and Stamp Out Poverty**, September 2010, <http://www.healthpovertyaction.org/wp-content/uploads/downloads/2012/07/FTTreport-Raising-revenue.pdf>, (20.10.2014).
- BESSEMBİNDER Hendrik, “Trading Costs and Return Volatility: Evidence from Exchange Listing”, **NYSE Working Paper**, No.98,02, August 1998.
- BESSEMBİNDER Hendrik and Paul J. Seguin, “Price Volatility, Trading Volume, and Market Depth: Evidence from Futures Markets”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vo.28, No.1, 1993, pp.21-39.
- BİLGİLİ Yüksel, **Karşılaştırmalı İktisat Okulları**, Yenilenmiş 5.b., İkinci Sayfa Basım, Yayım ve Dağıtım, İstanbul, 2011.
- BOCUTOĞLU Ersan, **İktisadi Düşüncüler Tarihi**, Murathan Yayınevi, Ankara, 2012.
- BOLAK Mehmet, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, İstanbul, 1991.
- BOND Steve - Mike Hawkins - Alexander Klemm, “Stamp Duty on Shares and Its Effect on Share Prices” **The Institute for Fiscal Studies Working Paper**, No.WP04/11, June 2004.
- BORATAV Korkut, “Üç Krizde Dış Kaynak Hareketleri”, **Kriz ve Türkiye Aşınan Teoriler**, Ed. Hale Balseven - Fuat Ercan, Phoenix Yayınevi, Ankara, 2013, ss.71-94.
- BRONDOLO John D, “Taxing Financial Transactions: An Assesment of Administrative Feasibility” **IMF Working Paper**, No.WP/11/185, 2011.
- BUCKLEY Ross P., “A Financial Transaction Tax: The One Essential Reform”, **Intereconomics: Review of European Economic Policy**, Vol.47, No.2, March/April 2012, pp.1-10.
- CHANDLER Lester V, **The Monetary-Financial System**, The Maple Press Company, New York, 1979.

- CAMPBELL John Y. and Keneth Froot, "International Experiences with Securities Transaction Taxes", **NBER Working Paper Series**, No.4587, December 1993.
- CANBAŞ Serpil ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar**, 3.b., Beta Yayınları, İstanbul, 2001.
- CHAMON Marcos and Marcio Garcia, "Capital Controls in Brazil: Effective?", **15th Jacques Polak Annual Research Conference**, Washington DC, November 13-14, 2014.
- CHANG Doug-Joo, "McKinnon-Shaw Versus The Neostructuralists on Financial Liberalization: An Additional Note", **World Development**, Vol.18, No.3, 1997, pp.47-56.
- CHANCE Clifford, "The Financial Transaction Tax-14 Questions and Answers", **Client Briefing**, September 2011.
- CHİODO Abbigail J. and Michael T. Owyang, "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", **The Federal Reserve Bank of St. Louis**, Vol.84, No.6, November/December 2002, pp.7-18.
- CHOU Robin K. and George H. K. Wang, "Transaction Tax and Market Quality of the Taiwan Stock Index Futures", **Journal of Futures Markets**, Vol.26, No.12, December 2006, pp.1195-1216.
- CHU Kam Hon, "Financial Crises, Liberalization, and Government Size", **The Cato Journal**, Vol.27. No.1, 2007, pp.37-52.
- COOPER Ian A. - Antonio S. Mello, "The Default Risk of Swaps", **The Journal of Finance**, Vol.46, No.2, 1991, pp.597-620.
- COTTARELLİ Carlo, "Fair and Substantial-Taxing the Financial Sector", **Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material**, September 2010.
- CEPR, "Facts&Myths About Finacial Transaction Tax", **Center for Economic and Policy Research Paper**, May 2013, p.1. <http://www.cepr.net/documents/ftt-facts-myths.pdf>, (25.11.2014).
- CROTTY James, "The Case for Capital Conrols", **University of Massachusetts Political Economy Research Institute Working Paper**, July 2000.

- ÇAKICI Ömer ve Mehmet Ceylan, **Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu: Teori-Uygulama-Mevzuat**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, İstanbul, 2014.
- ÇALIŞKAN, Ömer Veysel, “Uluslar Arası Finansal Krizler”, **Ekonomik Yaklaşım**, S.49, C.14, 2003, pp.225-245.
- ÇIKOT Özcan, “Yabancı Piyasalarda Menkul Kıymet Kotasyonu ve Depo Sertifikaları” **Sermaye Piyasasında Gündem**, S.103, 2011, ss.16-31.
- ÇOLAK Ömer Faruk - Hakan N. Ardor - Mengü Tunçay. “Finansal Kriz ve Bankalar: Türkiye’de 2000 ve 2001 Krizleri Örneği”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Yıl:7, S.41, Eylül-Ekim 2001, ss.701-711.
- DANIŞOĞLU Ayşe Çelikel, “Gelişmekte Olan Piyasalarda Sermaye Kontrolleri”, **Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni**, C.19, S.1-2, 1999-2000, ss.231-247.
- DARVAS Zsolt and Jakob von Weizsacker, “Financial Transaction Tax: Small is Beautiful”, **European Parliament Policy Department A: Economic and Scientific Policies**, No. IP/A/ECON/NT/2009-08, January 2010.
- DELİCE Güven, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.20, Ocak-Haziran 2003.
- DEMİRKAN Uçar, **Sermaye Piyasaları ve Türkiye’deki Uygulamaları**, Başbakanlık Basımevi, Ankara, 1981.
- DEMİRGÜÇ-KUNT Aslı and Enrica Detragiache, “Financial Liberalization and Financial Fragility”, **IMF Working Paper**, No.WP/9883, June 1998.
- DİJKSTRA A. Geske, “Trade Liberalization and Industrial Development in Latin America”, **World Development**, Vol.28, No.9, September 2000, pp.1567-1582.
- DİNLER Zeynel, **İktisada Giriş**, Gözden Geçirilmiş 14.b., Ekin Kitabevi, Bursa, 2008.
- DUMAN, Koray, “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, C.4, S.8, 2004, ss.38-61.
- DURUSOY Serap, “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri” **Dış Ticaret Dergisi**, C.5, S.18, Temmuz 2000, ss.15-28.

- DURMUŞ, Savaş, “Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar”, **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:5, Bahar 2010.
- DOMOWITZ Ian - Jack Glen - Ananth Madhavan, “Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time”, **International Finance**, Vol.4, No.2, Summer 2001, pp.221-255.
- EDİZDOĞAN, Nihat - Özhan Çetinkaya - Erhan Gümüş. **Kamu Maliyesi**, 4.b., Ekin Yayınevi, Bursa, 2012.
- EDWARDS Sebastian, “How Effective Are Capital Controls?”, **NBER Working Paper**, No.7413, November 1999.
- EES Hans Van - Harry Garretsen. “Financial Markets and the Complementarity of Asymmetric Information and Fundamental Uncertainty”, **Jornal of Post Keynesian Economics**, Vol.16, No.1, 1993, pp.37-48.
- EĞİLMEZ Mahfi, **Küresel Finans Krizi**, 8.b., Remzi Kitabevi, İstanbul, 2011.
- EİCHENGREEN Barry, “Three Generations of Crises, Three Generations of Crisis Models”, **Journal of International Money and Finance**, Vol.22, No.7, 2003, pp.1089-1094.
- EİCHENGREEN Barry and Richard Portes, “The Anatomy of Financial Crises”, **NBER Working Paper Series**, No.2126, January 1987.
- EİCHENGREEN Barry - James Tobin - Charles Wyplosz. “Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance”, **The Economic Journal**, Vol.105, No.428, January 1995, pp.162-172.
- EİCHENGREEN Barry - Charles Wyplosz. “The Unstable EMS”, **Brookings Papers on Economic Activity**, No.93/38/EPS, 1993.
- EKONOMİK ARAŞTIRMALAR GENEL MÜDÜRLÜĞÜ. **Mali Sistem**, Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Ankara, 1997.
- EKER, Aytaç. “Küreselleşme Sürecinde Kamu Maliyesinde Yaşanan Dönüşüm”, **Küreselleşme ve Kamu Maliyesinde Yaşanan Dönüşüm**, Ed. Aytaç Eker - Hayal Ayça Şimşek, Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı Yayını, Ankara, 2009.

- EPSTEİN, Gerald - Ilene Grabel - Jomo K.S. “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yönetim Teknikleri”, **Yeni Emperyalizmin Ekonomisi**, Ed. Emine Tahsin - Murat Öztürk, Çev. Erdal Yüzak, Yeni Hayat Kütüphanesi, İstanbul, 2005, ss.155-185.
- ERDEM Ekrem, **Para, Banka ve Finansal Sistem**, 5.b., Detay Yayıncılık, Ankara, 2013.
- ERDEM Metin - Doğan Şenyüz - İsmail Tatlıoğlu, **Kamu Maliyesi**, 5.b., Ekin Yayınevi, Bursa, 2005.
- ERDOĞDU M. Mustafa and Hale Balseven, “How Effective is The Tobin Tax in Coping with Financial Volatility”, **Anadolu University Journal of Social Sciences**, Vo.6, No.1, 2006, ss.107-128.
- EROĞLU Nadir, “Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri”, **Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve SosyoPolitik Karşıtlıklar**, Ed. Alkan Soyak, OM Ekonomi-Politik Yayınları, İstanbul, 2002.
- ERGÜNEŞ Nuray, “Finansallaşma Döneminde Türkiye Ekonomisinin Küresel Bütünleşmesi”, **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**, Ed. Costas Lapavitsas, Çev. Tuncel Öncel, Yordam Kitap, İstanbul, 2009, ss.299-332.
- ERGUNGOR Emre and James B. Thompson, “Systemic Banking Crises”, **Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Papers**, No.9, February 2005.
- ERKEKOĞLU Hatice ve Emine Bilgili, “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.24, Ocak-Haziran 2005, ss.15-36.
- ERDOĞDU Seyhan, “Küresel Mali Reform ve Tobin Vergisi”, **Mülkiye Dergisi**, C.25, S.229, 2001, ss.131-162.
- EROĞLU Ömer ve Mesut Albeni, **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Bilim Kitabevi Yayınları, Isparta, 2002.
- ERSAN İhsan, **Finansal Türevler**, 2.b., Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1998.
- ERTÜRK Korkut A., “On the Tobin Tax”, **Review of Political Economy**, Vo.18, No.1, January 2006, pp.71-78.

- ESCHENBEACH, Felix, “Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature”, **Tinbergen Institute Discussion Paper**, No. TI 2004-039/2, 2004.
- ESEN Oğuz, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, **İktisat İşletme ve Finans**, S.145, Nisan 1998, ss.23-30.
- ESEN Oğuz, “Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri”, **Ekonomik Yaklaşım**, C.8, S.27, Kış 1997, ss.31-45.
- ESENER S. Çağrı - Mine Biniş, “Eski Sorunlar İçin Yeni Çözümler: Yeni Bir İşlem Vergisi Önerisi”, **Business and Economics Research Journal**, Vol.3, No.4, 2012, ss.123-142.
- ESER Kadir, “Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği”, **Ekonomik Yaklaşım**, C.4, S.10, 1993, pp.83-100.
- European Commission. “Impact Assesment”, **European Commission Working Document**, 14/02/2013
- European Commission. “Financial Transaction Tax: Making the Financial Sector Pay Its Fair Share”, **European Commission-Press Release**, No. IP/11/1085, 28/09/2011.
- European Commission. “Implementing Enhanced Cooperation in The Area of Financial Transaction Tax“, **European Commissin Council Directive**, No.2013/0045, 14/02/2013.
- European Commission. “Citizens' summary Proposal for a Financial Transaction Taxation (FTT)”, http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/ftt_citizens_summary_en.pdf, (27.01.2015).
- European Commission. “Executive Summary of The Impact Assessment”, **European Commission Staff Working Paper**, 28/09/2011.
- FELIX David, “Financial Globalization and the Tobin Tax”, **Challenge**, Vo.38, No.3, May-June 1995, pp.56-59.
- FOSTER John Bellamy, **Kapitalizmin Malileşmesi ve Kriz**, Çev. Çiğdem Çidamlı, Kalkedon Yayınları, İstanbul, 2008.

- FOSTER F. Douglas - S. Vish Viswanathan, "Variations in Trading Volume, Return Volatility and Trading Costs: Evidence on Recent Price Formation Models", **The Journal of Finance**, Vol.48, No.1, 1993, pp.187-211.
- FRENCH Kenneth R. and Richard Roll, "Stock Return Variance The Arrival of Information and the Reaction of Traders", **Journal of Financial Economics**, No.17, September 1986, pp.5-26.
- FRY Maxwell J., "In Favour of Financial Liberalization", **The Economic Journal**, Vol.107, No.442, 1997, pp.754-770.
- GİTMAN Lawrence J. and Jeff Madura, **Introduction to Finance**, Addison Wesley Publishing, Boston, 2001.
- GHOSH Jayati, "Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries", **DESA Working Paper**, No.4, 2005.
- GLİCK Reuven and Michael Hutchison, "Banking and Currency Crises: How Common are Twins?", **Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper**, No.99-07, 1999.
- GÖKER Zeliha, "Küresel Kamusal Bir Mal: Finansal İstikrar", **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, S.17, 2009.
- GÖRENEL Zeki İlker, "Finansal Serbestleşme, Politika Hataları ve Krizler", **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.7, S.27, 2007, ss.249-258.
- GÜNAL Mehmet, **Para, Banka ve Finansal Sistem**, Yeni Dönem Yayınları, İstanbul, 2010.
- GÜLER Begüm - Esra Keleş - Özgür Uçar. "Finansal İşlem Vergileri ve Avrupa Birliği Uygulaması", **Türkiye Cumhuriyeti Avrupa Birliği Bakanlığı Ekonomik ve Mali Politikalar Başkanlığı**, Temmuz 2012, http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/finansal_islem_vergisi_empb_print_version.pdf, (13.11.2014).
- GÜVENÇ Müge Hayriye, "Avrupa Birliği Bütçesi: 2014-2020 Yıllarına İlişkin Çok Yıllı Mali Çerçeve", **Maliye Dergisi**, S.165, Temmuz-Aralık 2013, ss.259-274.

- GREEN Christopher J. - Paolo Maggioni - Victor Murinde. “Regulatory lessons for emerging stock markets from a century of evidence on transactions costs and share price volatility in the London Stock Exchange”, **Journal of Banking & Finance**, Vol.24, No.4., April 2000, pp.577-601.
- GREENSPAN Alan. “The Globalization of Finance”, **Coto Journal**, Vol.17, No.3, Winter 1998, pp.243-250.
- HANDLYKKEN Peter - Ingerid S. Straume, “The Financial Transaction Tax: A Populer Source for Innovative Financing”, <http://www.attac.no/wp-content/uploads/2012/01/Artikkelsamling-UD-Finansiell-%C3%A5penhet-FTT.pdf>, (11.02.2015).
- HAU Harald, “The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse”, **Journal of the European Economic Association**, Vo.4, No.4, 2006, pp.862-890.
- HABERMEIER Karl - Andrei A. Krilenko, “Securities Transaction Taxes and Financial Markets”, **IMF Staff Papers**, Vo.50, Special Issue, 2003.
- HENNING Charles N. - William Pigott - Robert Haney Scott, **Financial Markets and The Economy**, Prentice-Hall, New Jersey, 1975.
- HONOHAN Patrick - Sean Yoder, “Financial Transaction Tax Paneca, Threat, or Damp Squib?”, **The World Bank Policy Research Working Paper**, No.WPS5230, March 2010.
- HU Shing-Yang, “The effects of the stock transaction tax on the stock market – Experiences from Asian markets”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol.6, No.3-7, 1998, pp.347-364.
- IONESCU Cristian, “Financial Instability and Financial Innovations”, **Economy Transdisciplinarity Cognition**, Vol.15, No.2, 2012, pp.30-37.
- IMF Staff, “A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector”, **Financial Sector Taxation: The IMF’s Report to the G-20 and Background Material**, September 2010.
- IMF Staff, “A Fair and Substantial Contribution by The Financial Sector”, **Final Report for The G-20**, June 2010.

- INSTITUTE for Policy Studies, “Financial Transactions Taxes and the Global South: Frequently Asked Questions”, April 2011, <http://www.ips-dc.org/wp-content/uploads/2011/04/Financial-Transactions-Taxes-and-the-Global-South.pdf>, (20.10.2014).
- IŞIK Gözde, “Finansal Krize Karşı Politika Tedbirleri: IMF Politikalarına Alternatif Olarak Sermaye Kontrolleri”, **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl:18, S.209, Ağustos 2003.
- JONES Charles M. - Paul J. Seguin. “Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation”, **American Economic Review**, Vol.87, No.4, September 1997, pp.728-737.
- KAMİNSKY Graciela L. - Carmen M. Reinhart, “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, **The American Economic Review**, Vol.89, No.3, June 1999, pp.473-500.
- KAPOOR Sony, “Financial Transaction Taxes Necessary, Feasible and Desirable”, **Foundation for European Progressive Studies Working Paper**, March 2010.
- KAPLAN Ethan - Dani Rodrik, “Did The Malaysian Capital Controls Work”, **NBER Working Paper Series**, No.8142, February 2001.
- KARABULUT Gökhan, “Finansal Liberalizasyon İktisadi Kriz İlişkisi”, **İktisat Dergisi**, S.438, 2003, ss.77-80.
- KARABULUT Gökhan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, 2.b., Der Yayınları, İstanbul, 2011.
- KARAÇOR Zeynep - Volkan Alptekin - Korhan Gökmenoğlu, **Finansal Kriz Üzerine Öngörülebilirlik ve Politikalar**, Çizgi Kitabevi, Konya, 2012.
- KARAHAN Özcan - Evren İpek, “Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, S.21, 2013, ss.299-316.
- KARAKURT Birol, “Washington Konsensüsü’nden Küresel Mali Krize Mali Disiplin ve Türkiye’deki Mali Gelişmeler”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.25, S.1, 2011, ss.31-53.

KARAŞİN Gültekin, **Para Piyasaları**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009.

KARGI Nihal - Ekrem Karayılmazlar, “Küreselleşmenin Vergi Politikaları Üzerindeki Etkinsizlik Etkisi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.14, S.3, 2009, ss.21-37.

KARSLI Muharrem, **Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler**, Beta Basım Yayım, İstanbul, 1989.

KAPUSUZUĞLU Tuncay, “Tobin Vergisi Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yıkıcı Etkilerini Önlemede Bir Çözüm Olabilir mi?”, **Vergi Dünyası Dergisi**, S.250, Haziran 2002, ss.64-71.

KAUFMAN George G., **Money, The Financial System and the Economy**, 2nd. Edition, Rand McNally College Publishing, Chicago, 1979.

KAYNAK Muteşem, **Kalkınma İktisadi**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 3.b., Gazi Kitabevi, Ankara, 2009.

KAZGAN Gülten, **Tanzimattan Günümüze Türkiye Ekonomisi**, Genişletilmiş 5.b., İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2013.

KEPENEK Yakup - Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 16.b., Remzi Kitabevi, İstanbul, 2004.

KESKİN Nagehan, “Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri”, **Sosyoekonomi Dergisi**, S.1, Ocak-Haziran 2009, ss.147-166.

KEYNES John Maynard, **General Theory of Employment, Interest and Money**, 16th Edition, The Macmillian Press, London, 1976.

KEYS Benjamin J. - Tanmoy Mukherjee - Amit Seru - Vikrant Vig. “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.125, No.1, 2010, pp.307-362.

KİBRİTÇİOĞLU Aykut, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Yıl:7, S.41, Eylül-Ekim 2001, ss.174-182.

KİNDLEBERGER Charles P., **Cinnet, Panik ve Çöküş; Mali Krizler Tarihi**, Çev. Halil Tunalı, 2.b., İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2008.

- KİRMANOĞLU, Hülya. **Kamu Ekonomisinin Analizi**, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 4.b, Beta Yayınları, İstanbul, 2013.
- KİTROMİLİDES Yiannis - Ana Rosa Gonzalez, “The EU Financial Transactions Tax: Antecedents and Current Debate”, **Panoeconomicus Journal**, Vol.3, Special Issue, 2013, pp.311-321.
- KILIÇ Cüneyt, “Finansal Liberalizasyon Sürecinde Türkiye’nin Sektörel Yapısında Meydana Gelen Değişmeler”, **KAU İİBF Dergisi**, C.3, S.4, 2012.
- KORKMAZ Turhan - Ali Ceylan. **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Yenilenmiş 5.b., Ekin Kitabevi, Bursa, 2013.
- KRİPPNER Greta R., “Financialization of American Economy”, **Socio – Economic Review**, Vol.3, No.2, May 2005, pp.173-208.
- KRUGMAN Paul. “A Model of Balance-of-Payment Crises”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.11, No.3, August 1979, pp.311-325.
- LANNE Markku and Timo Vesala, “The Effect of A Transaction Tax on Exchange Rate Volatility”, **Bank of Finland Research Discussion Paper**, No.11/2006, 2006.
- LAPAVİTSAS Costas, “Finansallaşmanın Krizi”, **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**, Ed. Costas Lapavitsas, Çev. Tuncel Öncel, Yordam Kitap, İstanbul, 2009, ss.9-24.
- LENDVAĪ Julia - Rafal Raciborski - Lukas Vogel. “Securities Transaction Taxes: Macroeconomic Implications in a General-Equilibrium Model”, **European Commission Economic and Financial Affairs, Economic Paper**, No. 450, March 2012.
- LİU Shinhua - Zhen Zhu, “Transaction Costs and Price Volatility: New Evidence from the Tokyo Stock Exchange”, **Journal of Financial Services Research**, Vol.36, No.1, 2009, pp.65-83.
- MANGIR Fatih - Ahmet Ay. “Uluslararası Sermaye Hareketleri, Finansal Krizlere Bir Çözüm: Tobin Vergisi”, **“Yeni” Maliye**, Ed. Coşkun Can Aktan - Ahmet Kesik - Dilek Dileyici, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Yayın No. 2012/420, Ankara, 2012, ss.395-414.

- MATHESON Thornton, "Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence", **IMF Working Paper**, No. WP/11/54, Mart 2011.
- MCKINNON Ronald I., **Money and Capital in Economic Development**, The Brookings Institution Press, Washington, 1973.
- MEHREZ Gil - Daniel Kaufmann, "Transparency, Liberalization and Banking Crises", **The World Bank Policy Research Working Papers**, February 2000.
- MINSKY Hyman P., **İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı**, Çev. Oğuz Esen, Efil Yayınevi, Ankara, 2013.
- MİSHKİN Frederic S., **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Çev. İlyas Şıklar - Ahmet Çakmak - Suat Yavuz, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 2000.
- MİSHKİN Frederic S., "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series**, No.8087, January 2001.
- MİSHKİN Frederic S., "Is Financial Globalization Beneficial", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.39, No.2-3, 2005, pp.259-294.
- MİSHKİN Frederic S., "Anatomy of a Financial Crisis", **Journal of Evolutionary Economics**, No.2, 1992, pp.115-130.
- MULHERİN Harold, "Regulation, Trading Volume and Stock Market Volatility", **Revue Economique**, Vol.41, No.5, 1990, pp.923-937.
- OKTAR Suat - Erkan Tokucu - Zekai Kaya, **Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları**, Nobel Yayıncılık, İstanbul, 2012.
- OXERA, "Stamp Duty: It's Impact and The Benefits of Abolition", **Oxera Consulting Ltd Working Paper**, May 2007, <http://www.oxera.com/Latest-Thinking/Publications/Reports/2007/Stamp-duty-its-impact-and-the-benefits-of-its-abo.aspx>, (04.01.2015).
- OXERA, "The Cost of Capital: An International Comparision", **Oxera Consulting Ltd Working Paper**, June 2006,

<http://www3.nd.edu/~carecob/May2008Conference/Papers/OxeraCostofcapitalreport.pdf>,
(06.01.2015).

OXERA, “Impact of Stamp Duty on The Cost of Capital of UK Listed Companies”, **Oxera Consulting Ltd Working Paper**, July 2001,
<http://www.oxera.com/Oxera/media/Oxera/downloads/reports/Impact-of-stamp-duty-on-the-cost-of-capital-of-UK-companies.pdf?ext=.pdf>, (06.01.2014).

ONO Hiroyuki and Minoru Hayashida, “Transaction Tax and Stock Return Volatility Cross-Country Evidence from Asia-Pacific Countries Based on High Frequency Data”, **The Society for Economic Study Working Paper**, No.2011-9, March 2012.

ORHAN Ayhan, **Kara Perşembe’den Mortgage Krizine**, Umuttepe Yayınları, Kocaeli, 2013.

OSEİ-ASSİBEY Eric - William Baah-Boateng, “Interest Rate Deregulation and Private Investment: Revisiting the McKinnon-Shaw Hypothesis in Ghana”, **The IUP Journal of Applied Economics**, Vol.11, No.2, 2012, pp.12-30.

ÖÇAL Tezer - Ö. Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 1999.

ÖNDER İzzettin, “Ekonomik Kriz”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Yıl:7, S.41, Eylül-Ekim 2001, ss.45-55.

ÖNDER İzzettin - Oktay Türel - Nazım Ekinci - Cem Somel. **Türkiye’ de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993.

ÖZATAY Fatih, **Finansal Krizler ve Türkiye**, 3.b., Doğan Kitap, İstanbul, 2011.

ÖZDEMİR Bilge Kağan, **Finansal Küreselleşme ve Krizler**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2013.

ÖZEL Hasan Alp, **Türkiye Ekonomisinde Ticari ve Finansal Serbestleşme: Teori ve Politika**, Kriter Yayınevi, İstanbul, 2012.

ÖZER H. Gül, **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara, 2006.

ÖZKAN Gökhan, **Küresel Finansal Kriz, Uluslararası Finans Sisteminin Yeniden Yapılandırılması ve Uluslararası Güç Sistemine Etkileri**, Dora Yayıncılık, Bursa, 2009.

- PAİNCEİRA Juan Pablo, “Finansallaşma Döneminde Gelişmekte Olan Ülkeler: Sürekli Açıkta Döviz Rezervi Biriktirmeye”, **Finansallaş ve Kapitalizmin Krizi**, Ed. Costas Lapavitsas, Çev. Tuncel Öncel, Yordam Kitap, İstanbul 2009, ss.256-298.
- PANİTCH Leo - Sam Gindin, “Kapitalizmde Krizler ve Bu Defaki Kriz”, **Bu Defaki Kriz**, Ed. Leo Panitch - Greg Albo - Vivek Chibber, Çev. Umut Haskan, Yordam Kitap, İstanbul, 2012, ss.15-35.
- PARASIZ İlker, **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, 2.b., Ezgi Kitabevi, Bursa, 2012.
- PARASIZ İlker, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, 7.b., Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000.
- PESENTİ Paolo - Cedric Tille, “The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction”, **Economic Politic Review Federal Reserve Bank of New York**, Vol.6, No.3, September 2000, pp.3-16.
- POLLİN Robert, “Economic Prospect: A U.S. Financial Transaction Tax: How Wall Street Can Pay for Its Mess”, **New Labor Forum**, Vol.21, No.2, Spring 2012, pp.96-99.
- POLLİN Robert - Dean Baker - Marc Schaberg, “Securities Transaction Taxes for U.S. Financial Markets” **Political Economy Research Institute Working Paper**, No.20, October 2002.
- POMERANETS Anna, “Financial Transaction Taxes: International Experiences, Issues and Feasibility”, **Bank of Canada Review Research Paper**, Autumn 2012.
- REINHART Carmen M. - Kenneth S. Rogoff. **Bu Defa Farklı: Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi**, Çev. Levent Konyar, NTV Yayınları, İstanbul, 2010.
- RİTTENBERG Libby, “Investment Spending and Interest Rate Policy: The Case of Financial Liberalization in Turkey”, **The Journal of Development Studies**, Vol.27, No.2, 1991, pp.151-167.
- RODRİK Dani, **Akıllı Küreselleşme**, Çev. Burcu Aksu, Efil Yayınevi, Ankara, 2011.
- ROLL Richard, “Price Volatility, International Market Links, And Their Implications for Regulatory Policies”, **Journal of Financial Services Research**, Vol.3, No.2-3, December 1989, pp.211-246.
- ROSE Peter S., **Money and Capital Markets**, Business Publications, Texas, 1983.

- SAHAFAEDDİN S. Mehdi, “Trade Liberalization and Economic Reform In Developing Countries: Structural Change or De-Industrialization?” **Discussion Papers**, No.179, United Nations Conference on Trade and Development, 2005.
- SAK Güven, **Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and Evaluation of the Turkish Experience in the 1980’s**, Capital Markets Board, Ankara, 1995.
- SALANT Stephen W. - Dale W. Henderson. “Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold”, **The Journal Political Economy**, Vol.86, No.4, August 1978, pp.627-648.
- SAPORTA Victoria and Kamhon Kan, “The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of UK Equity Prices”, **Bank of England Working Paper**, No.71, 1997.
- SARFATİ Metin, “Tobin ve Vergisi”, **İktisat Dergisi**, S.48, Haziran 2003, pp.86-87.
- SAVAŞ Vural, **İktisatın Tarihi**, 4.b., Siyasal Kitabevi, Ankara, 2000.
- SCHMUKLER Sergio L., “Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries”, **Economic Review**, Second Quarter, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2004.
- SCHULMEİSTER Stephan, “Implementation of a General Financial Transactions Tax” **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, June 2011.
- SCHULMEİSTER Stephan, “A General Financial Transaction Tax: A short Cut of the Pross, the Cons and a Proposal” **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, No.344/2009, October 2009.
- SCHULMEİSTER Stephan., “A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects”, **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, No.A-1103, March 2008.
- SCHULMEİSTER Stephan, “A General Financial Transactions Tax Motives, Effects and Implementation According to the Proposal of the European Commission”, **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, No.461, February 2014.

SCHULMEİSTER Stephan - Margit Schratzenstaller - Oliver Picek, “A General Financial Transaction Tax- Motives, Revenues, Feasibility and Effects”, **WIFO Working Paper**, Austrian Institute of Economic Research, No.A-1103, March 2008.

SCHULMEİSTER Stephan, “The Struggle Over the Financial Transaction Tax-A Politico-economic Farce” **WIFO Working Paper**, No.474/2014, Austrian Institute of Economic Research, June 2014.

SHAW Edward S., **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford Univesity Press, New York, 1973.

SHEPPARD Lee A., “The Argumant for Financial Transaction Taxes” **Tax Policy Center**, September 2011, <http://www.taxpolicycenter.org/events/upload/Lee-09-19.pdf>, (23.10.2014).

SHOME Parthasathi, “Financial Transaction Taxes”, **ICRIER Working Paper**, No.254, April 2011.

SEYİDOĞLU Halil, **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul, 2003.

SİNGH Ajit, “Financial Liberalization, Stock Market and Economic Development”, **The Economic Journal**, Vol.107, No.442, May 1997, pp.771-782.

SMET Patrick - Dawey De Wolf, “Financial Transaction Tax – Sending Shock Waves Through Global Financial Services”, **Allen&Overy LLP**, May 2013, [http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Global%20Tax_FTT%20Brochure%20\(email\).pdf](http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Global%20Tax_FTT%20Brochure%20(email).pdf), (19.01.2015).

SÖNMEZ Sinan, “Türkiye Ekonomisinde Neoliberal Dönüşüm Politikaları ve Etkileri”, **Küreselleşme, Kriz ve Türkiye’de Neoliberal Dönüşüm**, Ed. Nergis Mütevellioğlu - Sinan Sönmez, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2009, ss.25-75.

SÖNMEZ Sinan, “Küresel Finansal Düzen, Yönetişim ve Büyüme”, **Dünya Ekonomisinde Bütünleşme Hareketleri ve Türkiye**, Ed. Nihal Yıldırım, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2004, ss.111-141.

SÖYLEMEZ Arif Orçun - Server Demirci. “Uluslararası sermaye akımlarının Kontrolü ve Avrupa Birliği’nin Konuya Yaklaşımı Hakkında Bir İnceleme”, **Marmara Avrupa Araştırmaları Dergisi**, C.2, S.1, 2013, ss.85-109.

- SÖYLEMEZ Arif Orçun ve Ahmet Yılmaz, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Giriş-Büyüme İlişkisi”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.33, S.2, Aralık 2012, ss.47-66.
- SPAHN Paul Bernd, “International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options”, **IMF Working Paper**, No.95/60, June 1995.
- SPAHN Paul Bernd, “The Tobin Tax and Exchange Rate Stability” **Finance&Development**, Vol.33, No.2, June 1996, pp.24-27.
- SPRINGLER Elisabeth, “Financial Liberalization, Stock Markets and Growth in Economies with Underdeveloped Financial Markets”, **European Political Economy**, Vol.3, No.2, Winter 2005-2006, pp.53-86.
- STİGLİTZ Joseph, “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”, **World Development**, Vol.28., No.6, 2000, pp.1075-1086.
- STİGLİTZ Joseph E. - Andrew Weiss, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, **American Economic Review**, Vol.71, No.3, 1981, pp.393-410.
- STİGLİTZ Joseph E., “Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading”, **Journal of Financial Services Research**, No.3, 1989, pp.101-115.
- STUDART Rogerio, “Financial Repression and Economic Development: Towards a Post Keynesian Alternative”, **Review of Political Economy**, Vol.5, No.3, 1993, pp.277-298.
- SUMMERS Lawrence H. - Victoria P. Summers, “When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax”, **Journal of Financial Services Research**, No.3, 1989, pp.261-286.
- SUVANTO Antti - Seppo Honkapohja - Tom Berlund - Anne Mikkola, “Promoting The Stability of International Capital Movements”, **Ministry of Finance Finland Research Report**, No:1/2001, Helsinki, November 2000.
- ŞAMILOĞLU Famil, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2002.

- TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını, Ankara, Mayıs 2002.
- TOBİN James, "A Proposal for International Monetary Reform", **Eastern Economic Journal**, Vol.4, No.3-4, 1978, pp.1-16.
- TOKATLIOĞLU Mircan Yıldız - Fulya Mercimek -Ümit Demirhan - Osman Esen, "2008 Krizi ve Avrupa Birliği'ne Etkileri", **Maliye Politikasının Oluşturulmasında Parlamentonun Rolü, Bildiriler ve Makaleler**, Sivas, 21-22/10/2010, ss.215-238.
- TOKATLIOĞLU Mircan Yıldız, **Küreselleşme ve Kamu Hizmetleri**, Alfa Aktüel Yayınları, Bursa, 2005.
- TOPRAK Metin, **Küreselleşme ve Kriz; Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2001.
- TULAY Burçak ve Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar", **Bankacılar Dergisi**, S.31, Aralık 1999.
- TUNAY K. Batu, **Finansal Sistem: Yapısı, İşleyişi, Yönetimi ve Ekonomisi**, Birsen Yayınevi, İstanbul, 2005.
- TUNCEL Cem Okan, "Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler", **Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler Sempozyumu**, Balıkesir, 2010, ss.1-27.
- TURGUT Ahmet, **Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler; Türkiye Örneği**, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya, 2006.
- ULUATAM Özhan, **Kamu Maliyesi**, 9.b., İmaj Yayınevi, Ankara, 2005.
- UMLAUF Steven R., "Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market", **Journal of Financial Economics**, Vol.33, No.2, April 1993, pp.227-240.
- UNITAID, "Tax on Financial Transactions An Implementation Guide", **UNITAID Report ON The Feasibility of A Financial Transaction Tax for Global Health and Development**, September 2011.

- USLU Nilgün Çağalırnak, “Para ve Finansal Sistem”, **Para ve Banka**, Ed. Nilgün Çağalırnak - Bilge Kağan Özdemir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2012, ss.2-29.
- VALENTİN Cyril - Laurent Dabernat, “An Overview of the Financial Transactions Tax”, **Journal of Taxation of Financial Products**, Vol.11, No.2, 2013, pp.15-31.
- VARLIK Cemil, “İkiz Krizler: Para Krizleri ile Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, S.42-43, 2002.
- VERGİL Hasan, “Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.3, S.1, 2002, pp.19-33.
- WANG George H. K. - Jot Yau, “Trading Volume, Bid–Ask Spread, And Price Volatility in Futures Markets”, **Journal of Future Markets**, Vol.20, No.2, November 2000, pp.943-970.
- WANG George H. K. - Jot Yau, “Would a Financial Transaction Tax Affect Financial Market Activity? Insights from Futures Markets”, **Policy Analysis**, CATO Institute, No.702, July 2012.
- WELLER Christian E., “Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?”, **ZEİ Working Paper**, No.B15, 1999.
- WIESENHOFF, Vittorio Salvadori di - Roberto Egori, “Italian Financial Transaction Tax”, **Journal of Taxation of Financial Products**, Vol.11, No.1, 2013, pp.16-49.
- WILLIAMSON John - Molly Mahar, **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev. Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara, 2002.
- WILLIAMSON John, “What Should The World Bank Think About The Washington Consensus?”, **The World Bank Research Observer**, Vol.15, No.2, August 2000, pp.251-264.
- WORLD BANK, “Poverty Reduction and Global Public Goods: Issues for the World Bank in Supporting Global Collective Action”, **Development Committee**, Washington, No.DC/2000-16, September 2000.
- WYPLOZ Charles, “How Risky is Financial Liberalization in The Developing Countries?” **G-24 Discussion Paper Series**, No.14, 2001.

YAY, TURAN “Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme”,
İktisat Dergisi, Sayı:438, 2003.

YAY Turan - Gülsün Gürkan Yay - Ensar Yılmaz. “Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve
Türkiye”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, S.30, Mart 2004.

YAY Turan - Gülsün Gürkan Yay - Ensar Yılmaz. **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve
Finansal Düzenlemeler**, İTO Yayınları, İstanbul, Aralık 2001.

YAY Gülsün Gürkan, **Para ve Finans**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2012.

YELDAN Erinç, “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve Kriz: Öğrenilenler ve Unutturulmak
İstenenler”, **Kriz ve Türkiye Aşınan Teoriler**, Ed. Hale Balseven - Fuat Ercan, Phoenix
Yayınevi, Ankara, 2013, ss.95-108.

YENTÜRK Nurhan, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul
Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2003.

YILMAZ Celali, “Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması:
Tobin Vergisi”, **“Yeni” Maliye**, Ed. Coşkun Can Aktan - Ahmet Kesik - Dilek Dileyici,
T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Yayın No. 2012/420, Ankara,
2012, ss.359-380.

Zhang, Li - Dong Li, “The İmpact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an
Emerging Market”, **East California University Economics Research Paper**, July
2001.

<http://www.hazine.gov.tr>

<http://www.gib.gov.tr>

<http://www.oecd.org/>

<http://www.tcmb.gov.tr/>

<http://www.tuik.gov.tr/Start.do>

<http://www.worldbank.org/>

<http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/index.aspx>



ÖZGEÇMİŞ

Adı, Soyadı	Semih	ŞEN
Doğum Yeri ve Yılı	Osmangazi/Bursa	1989
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce	
ve Düzeyi	İyi	
Eğitim Durumu	Başlama - Bitirme Yılı	Kurum Adı
Lise	2003 2006	Nuri Erbak Lisesi
Lisans	2007 2011	Süleyman Demirel Üniversitesi
Yüksek Lisans	2012 2015	Uludağ Üniversitesi
Doktora		
Çalıştığı Kurum (lar)	Başlama - Ayrılma Yılı	Çalışılan Kurumun Adı
1.	2013	Uludağ Üniversitesi
2.		
3.		
Üye Olduğu Bilimsel ve Mesleki Kuruluşlar		
Katıldığı Proje ve Toplantılar		
Yayınlar:	Semih ŞEN, "Türkiye'nin Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği'nin Ekonomik ve Mali Etkileri: Güncel Bir Değerlendirme", Finans Politik&Ekonomik Yorumlar , Yıl:51, Sayı:589, Mart 2014, ss.37-52.	
Diğer:		
İletişim (e-posta):	semihsen@uludag.edu.tr	
	Tarih Adı Soyadı İmza	23.06.2015 Semih ŞEN