

**SERMAYE KONTROLLERİ: UYGULANIŐI, ETKİNLİĞİ VE
TÜRKİYE ÜZERİNE YORUMLAR**

Özgür ERGÜL

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Ocak 2012

**SERMAYE KONTROLLERİ: UYGULANIŐI, ETKİNLİĞİ VE
TÜRKİYE ÜZERİNE YORUMLAR**

Özgür ERGÜL

Danışman
Prof.Dr. Ümit ÖZLALE

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Ocak 2012

ÖNSÖZ

Son yıllarda, artan sayıda ülkenin sermaye akımlarına karşı çeşitli sermaye kontrol yöntemlerini uygulamaya başlaması sonucunda sermaye kontrolleri konusu iktisat yazınında kendine daha fazla yer bulmaya başlamıştır.

Birçok gelişmekte olan ülke, kısa vadede sermaye giriş ve çıkışlarının ekonomileri üzerinde neden olduğu dengesizlikleri azaltmak amacıyla, ihtiyatlı politikalar yanında sermaye kontrollerine de daha fazla başvurmaya başlamıştır. Ancak, uygulanan sermaye kontrollerinin etkinliği ve ekonomiler üzerinde yaratacağı maliyetler konusunda yapılan çalışmalar farklı sonuçlar göstermekte ve uygulanacak politikalar konusunda ekonomi yazınında görüş birliği bulunmamaktadır.

Özellikle, 1990'lı ve 2000'li yıllarda uygulanan kontrollerin etkinliği üzerine yapılan çalışmaların çoğunda kontrollerin, sermaye girişlerinin azaltılması ve para birimlerinin değerlendirilmesi gibi konularda pek etkin olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca, ülkeleri sermaye kontrolleri uygulamaya iten faktörler konusunda da çok fazla çalışma bulunmamaktadır.

Bu çalışmanın, sermaye kontrolü karar alma sürecini etkileyen unsurlar ve kontrollerin etkinliği konusunda yararlı bir çalışma olmasını diler, değerli katkılarından dolayı danışmanım Prof.Dr. Ümit Özlale'ye, Dr. Emrah Ekşi'ye, Döviz İşlemleri Müdür Yardımcısı Dilek Akçaoğlu'na, tezin hazırlanmasında yardımlarını hiç bir zaman esirgemeyen değerli arkadaşlarım Metin Koç, İrem Yıldırım, Mahmut Günay, Anıl Talaslı, Halil Güler, Arzu Ağcaer ve İlker Sarı'ya, desteklerini her zaman yanımda hissettiğim annem Makbule Ergül ile babam Müslüm Ergül'e teşekkürlerimi sunarım.

Özgür ERGÜL

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
TABLO LİSTESİ	iv
ŞEKİL LİSTESİ	v
KISALTMA LİSTESİ	vi
EK LİSTESİ	vii
ÖZET	viii
ABSTRACT	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE KONTROLLERİ TANIMI VE ÇEŞİTLERİ	6
1.1. Sermaye Kontrollerinin Tanımı	6
1.2. Sermaye Kontrollerinin Çeşitleri	14
1.2.1. Doğrudan Sermaye Kontrolleri	15
1.2.2. Dolaylı Kontroller	15
1.2.2.1. Çoklu Kur Sistemi	15
1.2.2.2. Açık Vergileme	16
1.2.2.3. Dolaylı Vergileme	17
1.2.2.4. Diğer Düzenleyici Kontroller	17
1.3. Sermaye Kontrollerini Uygulama Zorlukları	18

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARININ SERBESTLEŞME TARİHİ	21
2.1. Dünya Sermaye Piyasalarının Serbestleşme Tarihi	21
2.2. Türkiye Sermaye Piyasalarının Serbestleşme Tarihi ve Sermaye Girişlerinin Gelişimi	23
2.2.1. Türkiye Sermaye Piyasalarının Serbestleşme Tarihi	23
2.2.2. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	26

2.2.3. Reel Kur, Borçlanma Yapısı ve Cari İşlemler Dengesinin Gelişimi	28
--	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE KONTROLLERİYLE İLGİLİ SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİ VE YAZIN TARAMASI	31
3.1. Yazın Taraması.....	31
3.2. Seçilmiş Ülke Örnekleri	39
3.2.1. Brezilya	39
3.2.2. Kolombiya	41
3.2.3. Tayland	43
3.2.4. Kore	45
3.2.5. Hırvatistan.....	47

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

MODEL	50
4.1. Panel Veri Analizi.....	50
4.1.1. Model Değişkenleri ve Veri	50
4.1.2. Model Belirleme Testleri.....	53
4.1.3. Model Sonuçları	56
4.2. Olay İnceleme Yaklaşımı	58
4.2.1. Olayların Tanımlanması	59
4.2.2. Olay Penceresinin Tanımlanması	59
4.2.3. Başarılı Olayın Tanımlanması	60
4.2.4. Olayların Analizi	60

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	62
KAYNAKÇA	64
EKLER	69

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Kontrollere Maruz Kalabilecek Finansal İşlemlerin Sınıflandırılması.....	18
Tablo 2.1. Türkiye Sermaye Girişleri.....	27
Tablo 2.2. CİD/GSYİH.....	30
Tablo 3.1. Sermaye Kontrolü Uygulayan Ülkeler, Kontrol Yöntemleri ve Kontrollerin Etkinliği Üzerine Çalışmalar	37
Tablo 4.1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler	51
Tablo 4.2. Sabit Etkili Model.....	54
Tablo 4.3. Rassal Etkili Model.....	55
Tablo 4.4. Hausmann Test Sonuçları.....	55
Tablo 4.5. Gecikmesiz Model.....	56
Tablo 4.6. Model Sonuçları	57
Tablo 4.7. Ülkelerin Kontrol Uygulamaya Başlama Dönemleri.....	59
Tablo 4.8. Olay Yaklaşım Analizi Sonuçları	61

ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 2.1. Reel Kurun Gelişimi.....	28
Şekil 2.2. KVKB/TKB'nin Gelişimi	29
Şekil 3.1. Brezilya Sermaye Girişleri	40
Şekil 3.2. BRL/USD'nin Gelişimi	40
Şekil 3.3. Kolombiya Sermaye Girişleri	42
Şekil 3.4. COP/USD'nin Gelişimi.....	42
Şekil 3.5. Tayland Sermaye Girişleri	44
Şekil 3.6. THB/USD'nin Gelişimi	44
Şekil 3.7. Kore Sermaye Girişleri	46
Şekil 3.8. KWD/USD'nin Gelişimi	46
Şekil 3.9. Hırvatistan Sermaye Girişleri.....	48
Şekil 3.10. HRK/USD'nin Gelişimi.....	49

KISALTMA LİSTESİ

ADR	: American Depositary Receipt (Amerikan Depo Sertifikası)
BIS	: Bank of International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BRL	: Brazilian Real (Brezilya Reali)
CİD	: Cari İşlemler Dengesi
COP	: Colombian Peso (Kolombiya Pesosu)
GSYİH	: Gayrisafi Yurt İçi Hasılası
IFS	: International Financial Statistics (Uluslararası Finansal İstatistikler)
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KRW	: Korean Won (Kore Wonu)
KVKİB	: Kısa Vadeli Kamu İç Borçlanması
MRR	: Marginal Reserve Requirement (Ekstra Rezerv Yükümlülüğü)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
THB	: Thai Bahts (Thai Bahtı)
TKİB	: Toplam Kamu İç Borçlanması
URR	: Unnumerated Reserve Requirement (Faizsiz Zorunlu Rezerv)
USD	: United States Dollars (Amerika Birleşik Devletleri Doları)
WDI	: World Development Indicators (Dünya Gelişim Göstergeleri)

EK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Ek 1. Sermaye Girişİ Ortalama Karşılaştırması.....	70
Ek 2. Nominal Kur Ortalama Karşılaştırması	73
Ek 3. Cari İşlemler Dengesi Ortalama Karşılaştırması	76

ÖZET

Özellikle 1980 ve 1990'lı yıllarla birlikte, birçok gelişmekte olan ülke sermaye piyasalarını serbestleştirme süreçlerini tamamlamıştır. Ancak, dünyada artan finansal entegrasyonla birlikte bu ülkelere sermaye giriş ve çıkış süreçleri hızlanmaya başlamıştır. Bu durumun ülkelerin ekonomilerinde neden olduğu olumsuzluklar ve yüksek maliyetler nedeniyle sermaye kontrolleri, gelişmekte olan ülkeler için bir politika seçeneği olarak daha fazla gündeme gelmeye başlamıştır. Her türlü sermaye kontrolüne karşı olan IMF bile son dönemde sermaye kontrollerini ülkelerin başvurabilecekleri bir ekonomi politika aracı olarak kabul etme eğilimine girmiş ve ülkelere hangi durumlarda kontrollere başvurabilecekleriyle ilgili bir yol haritası sunmuştur.

Bu çalışmada, 2000'li yıllar sonrasında uygulanan 13 sermaye kontrolü kararında hangi değişkenlerin daha etkin olduğu ve sonrasında sermaye kontrollerinin etkinliği analiz edilmiştir.

Sermaye kontrolü kararı alınırken etkili olan değişkenler panel logit modeli kullanılarak incelenmiştir. Kontrollerin belirlenen değişkenler üzerindeki etkisinin ölçülmesinde ise olay inceleme yaklaşımı kullanılmıştır.

Sonuçlar, sermaye girişi, cari işlemler dengesi ve kurumsal kalite değişkenlerinin, sermaye kontrol kararı alınırken etkili olduğunu göstermektedir. Sermaye girişleri ve cari işlemler dengesindeki artışlar ülkelerin sermaye kontrolü kararı alma ihtimalini arttırırken, kurumsal kalitedeki artış söz konusu ihtimali azaltmaktadır. Olay inceleme yaklaşımında ise, sermaye kontrollerinin sermaye girişini azaltmadığını, cari işlemler dengesi üzerinde çok sınırlı etkisi olduğunu, döviz kurlarındaki değerlenme etkisinin ise kontrollerinin uygulanmasından sonra da devam ettiği belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Kontrolleri, Olay İnceleme Yaklaşımı, Panel Veri Analizi, Logit Regresyon.

ABSTRACT

Especially in 1980s and 1990s, many developing countries completed the liberalization process of their capital markets. However, the speed and magnitude of capital flows to those countries have increased with the increasing integration of financial markets in the world. As the problems and costs related to the capital flows increase, capital controls have become a policy option for these countries. Even IMF, which has been against all kinds of capital controls for a long time, has admitted capital controls as a part of toolkit in case of surge in capital controls. Recently, it has drawn a road map for capital controls which shows the conditions of implementing capital controls.

In the first part of this study, analyzing 13 cases of capital controls after 2000s, variables affecting capital control decisions are investigated. In the second part, the effectiveness of the capital controls is analyzed.

The variables which are found to be effective in the decision of capital controls are determined by panel logit model. The effect of capital controls on determined variables is analyzed by event study methodology.

The results show that capital inflows, current account balance and institutional quality variables are effective in the process of applying capital controls. The probability of implementing capital controls increases as the capital inflows or current account balances improves, whereas it decreases with the improving institutional quality. The event study analysis show that capital controls have very limited impact on current account balance and do not curb capital inflows to the receiving countries in most cases, and the appreciation process of national currencies continues.

Key Words: Capital Controls, Event Study Analysis, Panel Data Analysis, Logit Regression.

GİRİŞ

Son 30 yılda yaşanan küreselleşme süreciyle beraber uluslararası finansal bütünleşme de hızlanarak artmıştır. Ülkelerin, yabancı ülkelerdeki varlıkları ile yabancı ülkelere yükümlülüklerinin toplamının milli gelire oranı olan finansal bütünleşme katsayısı, 2006 yılı itibariyle dünya milli gelirin %300'ü olup, bu oran 1970'deki oranın altı katı seviyesine ulaşmıştır (Binici ve diğerleri, 2009). Küresel sermaye akımlarının dünya gayrisafi yurtiçi hasılasına oranı ise 1998'de %7'den az iken bu oran 2007'de %20 oranının üzerine çıkmıştır (Milesi-Ferretti ve Tille, 2010). Artan finansal bütünleşme süreci beraberinde uluslararası sermayenin hareket kabiliyetini daha da arttırarak, sermayenin karlı alanlara daha hızlı girip çıkmasını sağlamış, ekonomik krizlerin yayılma hızının ve etkilediği bölgelerin artmasına neden olmuştur. Bu durum, akademisyenler ve politika yapıcılar arasında uluslararası sermayenin yarar ve zararları konusunda önemli tartışmalara yol açmıştır. Tartışmalar, uluslararası sermaye giriş ve çıkışlarının hacmini ve dağılımını etkilemeye yönelik politikalar ile özellikle bu tür sermaye üzerine konulacak yasal kısıtlamaların etkinliği üzerine yoğunlaşmıştır.

Sermaye akımlarının zararları konusunda, özellikle sıcak para olarak da adlandırılan kısa vadeli sermaye akımlarının spekülatif, aşırı dalgalanma ve akışkanlık gibi unsurlar içerdiği, bu özelliklerin iktisadi istikrarsızlıklara yol açtığı belirtilmiştir. Bu istikrarsızlıkların odak noktası, kısa dönemli yabancı sermaye bolluğunun neden olduğu döviz kurunun aşırı değerlenme olgusudur. Sıcak para akımları, ulusal piyasalardaki görece yüksek reel faize yönelirken, kısa dönemli döviz birikimi sağlamakta, bu da ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değer kazanmasına yol açmaktadır. Böylece ithal mallar ucuzlarken, ihracatçı sektörler gerilemekte, cari işlemler açığı da büyümektedir. Bu koşullarda iktisadi büyüme dışa bağımlı ve yapay nitelik göstermekte ve reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla ani bir çöküntüye uğrayabilmektedir (Yeldan, 2001, s.23).

Uluslararası Para Fonu (IMF), “Sermaye Girişleri: Kontrollerin Rolü” adlı 19 Şubat 2010 tarihli makalesiyle, sermaye kontrolleri konusunda önemli bir politika değişikliğinin sinyalini vermiştir. Bu makalede, IMF uzun süredir savunduğu her türlü sermaye kontrolünün finansal piyasaların etkin çalışabilmesi açısından kaldırılması gerektiği politikasından uzaklaşmış ve sermaye kontrollerinin, sermaye akımlarını yönetmek amacıyla belirli durumlarda kullanılabileceğini belirtmiştir. Sermaye kontrollerinin, makroekonomik bağımsızlığı sağlama, finansal kırılganlığı azaltma gibi faydaları olabileceğini vurgulamıştır. Bununla beraber, kontrollerin uzun vadede ekonomide kaynak dağılımını bozacağı ve kontrolleri uygulamanın maliyetli olduğu da belirtilmiştir. Ülkelerin sermaye kontrolü uygulama konusunda karar verirken, bu zarar ve karları dikkate almaları gerektiği vurgulanmıştır. Sonuç olarak, özellikle son dönemde birçok gelişmekte olan ülke tarafından uygulamaya koyulan sermaye kontrollerinin, belirli durumlarda ülkelerce kullanılabilmesi IMF tarafından da benimsenmiştir.

IMF, 2011 yılı içinde sermaye kontrolleri ile ilgili politika yazılarını yayımlamaya devam etmiştir. Bu kapsamda, Ostry ve diğerleri (2011), sermaye kontrollerinin artan sermaye girişleri karşısında makroekonomik ve ihtiyatlı politikalar yanında kullanılacak politika seçenekleri içinde olduğunu belirtmiştir. Ancak bu durum için önkoşulların, kontrollerden önce ülkenin ekonomi politikalarının ekonominin yapısına uygun şekilde belirlenmesi ve mümkün olduğunca ihtiyatlı politikaların uygulanmış olmasıdır. Sermaye kontrollerinden önce, döviz kurunun ülkenin orta vadeli ekonomik göstergeleri ile uyumlu olması, artan sermaye girişleri karşısında maliye ve para politikasının ekonominin iç dengesi ve kamu borcunun sürdürülebilirliğiyle uyumlu olması, ülkenin döviz rezervlerinin, ülkenin ekonomisinin bir anlamda sigortalanması anlamında, yeterli seviyelere getirilmesi gerekmektedir. Makroekonomik önkoşullar yerine getirildikten sonra ve ihtiyatlı politikaların yeterli ve etkili olmadığı durumlarda, sermaye kontrollerinin sermaye girişleri sonucu oluşacak riskleri engellemek amacıyla kullanılabilmesi belirtilmiştir. Çalışmaya göre, ihtiyatlı politikalar ile sermaye kontrollerinin uygun bileşimi, sermaye girişinin hangi kanallar yoluyla gerçekleştiği ve bu girişlerin hangi özel risklere neden olduğu incelenerek

bulunur. Uygulanacak politikaların özel riskleri hedeflemesi gerektiği vurgulanmıştır. Kurumsal kısıtlar ve ÷lkeye özgü faktörler düşün÷ldüğünde, sıkı şekilde uygulanan tek önlem yerine, önlemler paketi uygulanmalıdır. Genel önlemler paketinin sermaye kontrolü bölümünü oluştururken sermaye girişlerinin oynaklığı ve devamlılığı da dikkate alınmalıdır. Dönemsel değişimlere tepki verecek şekilde oluşturulacak bir kurumsal yapı bir önlem olabilir. Makroekonomik kaygıların daha baskın olduğu durumlarda, kontrollerin genişletilmesi çözüm olabileceken, finansal istikrar kaygısının ön planda olduğu durumlarda ise en riskli sermaye girişlerini hedef alacak ihtiyatlı politikanın uygulanması öncelikli hale gelir. Gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ÷lkelerde, ihtiyatlı politikalar ile sermaye kontrollerinin beraber kullanılarak, türev piyasalar gibi bu önlemlerin etrafından dolaşmayı sağlayacak boşlukların doldurulması gerekmektedir. Fiyat veya miktar tabanlı önlemlerden hangisinin kullanılması gerektiği konusunda ise, eğer makroekonomik kaygılarla hareket ediliyorsa fiyat tabanlı önlemler önerilirken, finansal sektördeki istikrar kaygısıyla hareket ediliyorsa idari önlemler önerilmektedir. Ancak, idari önlemlerin açık ve kural bazlı olması gerekmektedir.

2008 finansal krizi sonrasında, gelişmekte olan ÷lkelere yönelik kriz sırasında azalan sermaye akımlarının tekrar artmaya başlaması ve bu akımların devam edeceği beklentisi, gelişmekte olan ÷lkeler açısından sermaye kontrollerini daha fazla gündeme getirmiştir (BIS 80. yıllık raporu, 4. bölüm). Gelişmekte olan ÷lkelere sermaye girişinin devam edeceği beklentisine neden olan faktörler şunlardır:

- Gelişmiş ÷lkelerde, ekonomik toparlanmanın daha geç olacağı, bu nedenle bu ÷lkelerde genişlemeci para politikasına devam edileceği ve bunun sonucunda faiz oranlarının bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı beklenmektedir.
- Ekonomik göstergeler bakımından daha iyi durumda olan ve daha hızlı bir ekonomik toparlanma yaşaması beklenen gelişmekte olan ÷lkelerde ise enflasyon oranlarının yükselmeye başlaması, bu nedenle

bu ülkelerin kısa vadeli politika faiz oranlarını uzun dönemde düşük tutamayacakları beklenmektedir.

- Gelişmekte olan ülkelerin önümüzdeki 10 yılda gelişmiş ülkelere göre daha hızlı büyüyeceği tahminleri ile beraber, önceki dönemlerle karşılaştırıldığında, bu ülkelerin yatırımcılar tarafından az riskli ve yüksek getirili olarak görülmeye başlanacağı beklenmektedir (BIS 80. yıllık raporu, 4. bölüm).

Sonuç olarak, bu üç faktör düşünüldüğünde, bu ülkelere ara kazanç ticareti stratejisiyle yoğun sermaye girişleri olması beklenmektedir. Bu stratejiyle, uluslararası yatırımcılar faiz oranlarının düşük olduğu gelişmiş ülkelere borçlanarak gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına yatırımda bulunacaklardır. Talep edilen para birimi gelişmekte olan ülkenin para birimi olacağı için, bu durum gelişmekte olan ülkelerin para birimleri üzerinde değerlendirme baskısı yaratıp oynaklığını artıracaktır. Son yıllarda ihracata dayalı büyüme stratejisiyle kalkınan bu ülkeler açısından, yüksek sermaye girişinin devam etmesi sonucu kurlarda oluşacak oynaklık ve değerlendirme önemli kaygı kaynağıdır (BIS 80.yıllık rapor, 4.bölüm). Bu durum karşısında döviz piyasasına müdahale, politika faiz oranlarının düşürülmesi, ihtiyatlı önlemler uygulama gibi politikalar yanında sermaye kontrolleri daha fazla gündeme gelmiştir. Örneğin, 2009 yılında yoğun sermaye girişi yaşayan ve bunun sonucunda para birimi %30 civarında değerlendirilen Brezilya, bu durum karşısında yabancı yatırımcılara, Brezilya reali cinsinden sabit getirili menkul kıymet ve hisse senedine yaptıkları yatırımlarda, %2 oranında işlem vergisi ödeme zorunluluğu getirmiştir.

Bu tez çalışmasında öncelikle son dönemde bazı gelişmekte olan ülkelere uygulanan sermaye kontrolleri kararlarının alınmasında etkin olan değişkenler belirlenmeye çalışılmıştır. Veriler yıllık olup, 1995-2009 arasındaki dönemi kapsamaktadır. Bağımlı değişken sermaye kontrolü kararı alındığı zamanlar 1 diğer zamanlar 0 olarak tanımlandığı için çalışmada panel logit modeli kullanılmıştır. Olay inceleme yaklaşımı analizinde ise sermaye kontrollerinin sermaye girişi, cari işlemler dengesi ve reel kur değişkenleri üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Bu değişkenlerin

Çeyreklik bazda 2002:1-2009:4 d6nemine ait verileri analizde kullanılmıştır. Son olarak, bu çalışmayla, T6rkiye'nin artan sermaye girişleri karşısında sermaye kontrollerini ne 6l6de uygulayabileceğine ilişkin bir 6ng6r6 sağlanması da amaçlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE KONTROLLERİ TANIMI VE ÇEŞİTLERİ

1.1. Sermaye Kontrollerinin Tanımı

20. yüzyılın ekonomik bakımdan en önemli ayırt edici özelliklerinden biri, ulusal paraların değişim değerlerinin altın veya benzeri reel bir mal tarafından desteklenmemesidir. Ulusal paraların değişim hadlerindeki bu belirsizlik, bir yandan finansal sistemin işleyişi bakımından riskler taşıırken, diğer yandan da spekülâtif nitelikli kazançları özendirmekte ve finansal sermayenin -reel üretim dünyasından kopartarak- akışkanlığını sağlamaktadır. Bu belirsizliğin ulusal döviz piyasalarına yansımaları ise ülkelerin döviz hareketliliğinin giriş ve çıkış evrelerindeki “kısa-vadecilik” durumunun oluşması ve ulusal finansal piyasalarının giderek daha çok spekülâtif saldırılara açık hale gelmesiyle birlikte ortaya çıkan belirsizlik ve risk ortamıdır (Yeldan, 2001, s.19).

Ülkelerin finansal sermaye piyasalarında belirsizliği artıran durum, son yıllarda uluslararası sermaye hareketlerindeki yoğun artış olmuştur. Ülkelerin maruz kaldığı uluslararası sermaye hareketleri ülkelerin ödemeler dengesi bilançolarından izlenebilir. Ödemeler dengesi, geniş anlamıyla, bir ekonomide yerleşik kişilerin (merkezi hükümet, parasal otorite, bankalar, gerçek ve tüzel kişiler), diğer ekonomilerde yerleşik kişilerle (yurtdışında yerleşik kişiler) belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistikî bir rapordur (TCMB, ödemeler dengesi istatistikleri).

Ekonomik işlemler,

- Mal, hizmet ve gelire ilgili işlemleri,
- Finansal varlık ve yükümlülüklerle ilgili işlemleri,

- Bir ekonomide yerleşik kişilerden diğer bir ekonomide yerleşik kişilere karşılıksız olarak reel ya da finansal kaynakların sağlandığı transferleri kapsar.

Ödemeler dengesi istatistikleri, “Cari İşlemler” ile “Sermaye ve Finans” hesaplarından oluşmaktadır. Cari işlemler; reel kaynaklarla (mal, hizmet, gelir) ilgili işlemleri ve cari transferleri; sermaye ve finans hesapları da reel kaynak akımlarının finansmanını (genellikle sermaye transferi ya da finansal araçlara ilişkin işlemler aracılığıyla) gösterir (TCMB, ödemeler dengesi istatistikleri).

Sermaye ve finans hesapları, ülkenin dış mali varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişimler ve bu değişmelerin karşılıklı kayıtlarını içermektedir. Ülke uluslararası piyasalardan borçlandığında, yerli bir varlığı yabancılara satmış olur ve uluslararası sermaye ülkeye girer. Ülke uluslararası piyasalarda borç verdiğinde, yabancı bir varlığı satın almış olur ve sermaye ülkeden çıkar. Sonuç olarak, finansal sermaye fazlası sermaye girişlerini temsil ederken, finansal sermaye açığı sermaye çıkışlarını temsil eder (Holman, 2001).

Sermaye ve finans hesapları sektörler itibariyle parasal otorite (merkez bankası), merkezi hükümet (hükümet ve ona bağlı teşkilatlar, mahalli idareler vb.), bankalar (kamu ve özel bankalar) ve diğer sektörleri (kamu ve özel kuruluşlar) kapsar. Vade itibariyle ise 1 yıla kadar olanlar kısa vade, vadesi 1 yıldan uzun olanlar ise uzun vade olarak tanımlanır.

Sermaye ve finans hesapları sermaye şekline göre;

- i) Doğrudan yatırımlar
- ii) Portföy yatırımları
- iii) Finansal Türevler
- iv) Diğer yatırımlar
- v) Rezerv varlıklar

olarak ayrılmaktadır. Bunlardan “Rezerv Varlıklar” hariç diğer kalemler, varlık ve yükümlülük ayırımında

- Doğrudan yatırımlar yatırımın yönüne göre,
- Portföy yatırımları sektör ve enstrümana göre,
- Finansal türevler sektörlerle göre,
- Diğer yatırımlar ise enstrüman, sektör ve vadeye göre,

alt gruplara ayrılmaktadır:

i) Doğrudan yatırımlar

Doğrudan yatırım, yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımı gösterir. Burada yatırımcının kuruluşun sermayesinde % 10'dan (dahil) fazla paya sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması esastır.

ii) Portföy yatırımları

Menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir.

Doğrudan yatırım ile portföy yatırımları arasındaki en önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yatırım durumunda, uluslararası yatırımcı şirket yönetimi ve denetiminde etkili olmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olur. İkinci önemli fark, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirebilmesi, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır.

Portföy yatırımları kalemi varlık ve yükümlülük ana başlıkları altında hisse senetleri ve borç senetleri ayrımı ve sektörel dağılımı da içerecek şekilde sınıflandırılmaktadır.

iii) Finansal Türevler

Finansal türevler, bir dayanak varlığın değerine bağlı ancak bu dayanak varlıktan bağımsız olarak alım-satımı yapılan finansal araçlardır.

Türev işlemler, ileri bir tarihte yapılacak alım-satımın şartlarını bugünden belirleyen ve tarafları hukuki olarak bağlayan sözleşmeler ile gerçekleştirilir. Bu sözleşmeler ödemeler dengesi metodolojisine göre vadeli ve opsiyon tipi sözleşmeler olmak üzere iki temel grupta toplanır.

iv) Diğer Yatırımlar

Doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri bu bölümde yer almaktadır.

Portföy yatırımlarında olduğu gibi, varlık ve yükümlülük ayrımında, türlerine ve sektörüne göre alt ayrımlar bulunmaktadır. Bunlar

- Ticari krediler (vadeli mal alım veya satımı şeklindeki krediler)
- Krediler (Nakit krediler)
- Döviz mevduatları ve mevduat hesapları
- Diğer varlık ve yükümlülüklerdir (TCMB, ödemeler dengesi istatistikleri).

Sonuç olarak, çok farklı yollardan uluslararası sermaye akımları ulusal ekonomilere girmekte ve çıkmakta ve bu akımların yarattığı belirsizlik ve risk ortamı sermaye kontrolleri için uygun ortamı oluşturmaktadır. Sermaye akımlarının neden olduğu bu olumsuz ekonomik etkilere karşı, sermaye kontrolleri, ülkenin sermaye hesabı işlemlerini sınırlamak veya yönlendirmek amacıyla uyguladığı her türlü politikadır. Bu geniş tanım nedeniyle sermaye kontrolleri ile ilgili genellemeler yapmak zordur ve kontroller çok değişik şekillerde uygulanıp, değişik amaçlar için kullanılabilir (Neely, 1998).

Magud ve Reinhart (2006) sermaye kontrolleri için dört korku tanımlamaktadır:

- Döviz kurunun değerlenmesi korkusu: Yüksek sermaye girişi ulusal para üzerinde değerlenme yönünde baskı yaparak, sermaye çeken ülkenin dünya piyasalarında, ihracat yaptığı sektörlerde rakiplerine karşı rekabet gücünü azaltmaktadır. Bu değerlenmeyi engellemek amacıyla döviz piyasasına yapılan müdahaleler uzun dönemde rezervlerde birikmeye neden

olur. Enflasyon açısından, bu süreçte döviz karşılığında piyasaya verilen ulusal para cinsinden likiditenin çekilmesi gerekir. Ancak, yüklü tutardaki likiditenin çekilmesi süreci para politikasının yönetimini zorlaştırabilir. Sterilizasyon olarak adlandırılan bu süreç ülke açısından maliyetlidir. Likiditenin çekilmesi sürecinde artırılan rezervler genellikle gelişmiş ülkelerin hazinelerinin daha az riskli, kısa vadeli ve düşük getirili kâğıtlarına yatırılır. Bu varlıklara yatırılan her doların alternatif maliyeti ülkenin dış borçlanma maliyetidir (veya o ülkeye yapılacak yatırımın getirisi). Likit rezerv varlıkların getirisi ile ülke içine yapılan yatırımların getirisi arasındaki fark ülkenin kendini sigortalamasının sosyal maliyetidir (Rodrik, 2005). Rodrik (2005) aradaki bu faiz farkı ve bunun sonucu oluşan maliyetleri 3 farklı yöntemle hesaplamıştır. %3, %5 ve %7 olarak üç farklı faiz farkı bulmuştur. Bu oranların orta noktası olan %5 alındığında fazla yabancı para rezervleri sonucu oluşan maliyet gelişmekte olan ülkelerin gayri safi milli hâsılasının yüzde biri oranına yakın olmaktadır. Bu maliyet gelişmekte olan ülkelerde uygulanan en iddialı yoksulluğu engelleyici programlardan daha maliyetli olmaktadır (Rodrik, 2005). Bu yüksek maliyetin yanında sterilizasyon döviz kurunun değerlendirilmesini daha da artırabilir. Montiel ve Reinhart (1999) sterilize edilen müdahalelerin sermaye girişlerini arttırdığını belirtmişlerdir. Ayrıca, sterilizasyonlu müdahalenin doğrudan yatırım türü sermayenin payını azaltıp, kısa vadeli ve portföy türü sermaye akımlarının payını artırarak sermaye akımlarının yapısını değiştirdiği belirtilmiştir.

- “Sıcak para” korkusu: Sıcak paranın girerken ve çıkarken piyasaları bozması, gelişmekte olan ülkelerdeki politika yapıcılar tarafından ulusal ekonomiler üzerinde istikrarsızlık oluşturan bir unsur olarak görülmektedir. Özellikle finans piyasaları az gelişmiş ve sığ olan küçük ekonomilerde bu durum daha belirgindir. Sıcak paraya bu güvensizlik James Tobin’in uluslararası finansal sistemin tekerine kum atılması şeklinde de örneklenen vergi önerisinin arkasındaki fikirdir¹. Tobin’e göre yeterince yüksek bir vergi oranı, etkili şekilde uygulanırsa, sermaye girişlerini azaltarak,

¹ J. Tobin’in 1970’li yıllarda ortaya attığı ve yabancı para spekülasyonunun önlenmesi, ülkelerin kısa vadeli ve spekülasyon sermayeden korunabilmesi amacıyla uluslararası döviz ve efektif işlemlerinden alınmasını önerdiği vergidir. Bu verginin tüm ülkeler tarafından alınmasını önermiştir.

yüksek sermaye girişi ve çıkışı döngüsünü bozarak ekonomide meydana gelecek zararları azaltabilecektir.

- Yüksek Hacimli Sermaye Girişi Korkusu: Sektör, ülke farkı gözetmeksizin sadece yüksek getiri arayan sermaye, kısa vadeli sıcak para olmasa dahi, finansal sistemde problemler yaratabilir. Uzun vadeli olarak ülkeye gelen yabancı fonlar varlık fiyatlarında süreç içinde balon oluşumuna neden olarak, denge fiyatlarından uzaklaşmaya neden olabilirler. 2008 yılında ABD'deki konut piyasasındaki krizin gösterdiği gibi, varlık fiyatlarının yukarı doğru sapması ve sonrasındaki düzeltme hareketi tüm finansal sistemi etkileyerek finansal krize neden olabilmektedir. Yine benzer şekilde, yüksek sermaye girişleri sonucunda yüklü sermayesi bulunan yerli finansal kuruluşlar risk mekanizmalarını gevşeterek aşırı risk almaya başlayabilirler. Sonuçta, bu durum kuruluşların ve finansal sistemin kırılganlığını artırır.

- Para Politikası Bağımsızlığının Kaybedileceği Korkusu: İmkânsız üçlü adlı makroekonomik hipoteze göre, bir ekonomide sabit kur, bağımsız para politikası ve serbest sermaye hareketleri üçlüsü şeklinde bir ekonomi politikası aynı anda uygulanamaz. Eğer para politikasında esnekliğe sahip olmanın bir avantaj olduğu düşünülürse, ya sabit döviz kuru rejiminden ya da serbest sermaye hareketlerinden vazgeçmek gerekir. Ancak, ihracata dayalı ekonomik büyüme modelini tercih eden birçok gelişmekte olan ülke için döviz kurundaki dalgalanmanın yaratacağı korku nedeniyle, sermaye hareketlerinin serbestliğinden vazgeçmek daha çekici gözükmektedir.

Johnston ve Tamisira (1998) ise sermaye kontrollerinin nedenleri olarak şu unsurlardan bahsetmiştir:

- Ödemeler Dengesi ve Makro Yönetim: Tarihsel olarak sermaye kontrolleri, ödemeler dengesi ve makroekonomik yönetim için kullanılan araçlardan biri olarak kabul edilmiştir. Kambiyo kısıtlamaları genel olarak ödemeler dengesi zayıf olan ülkelere sermaye kaçışını engelleme aracı olarak kullanılmıştır. Ancak, bu kontrollerin gelişmekte olan ülkelerde sermaye çıkışını engelleyerek ödemeler dengesini koruduğu konusunda yeterince kanıt yoktur. Para ve kur politikası konusunda belirli oranda politika

bağımsızlığı elde etme amacıyla da sermaye kontrolleri uygulanmıştır. Sermaye kontrolleri, özellikle faiz ve kur politikalarının aynı anda uygulanması sonucunda ekonomide birbiriyle uyumsuz iç ve dış denge amaçlarına ulaşmakta kullanılmıştır. Sermaye çıkışına konulan kısıtlamalardaki amaç, parasal koşulları sıkılaştırmadan veya daha maliyetli politikalar uygulamadan nominal döviz kurunun değer kaybetmesini engellemektir. Sermaye girişlerine konulan kısıtlamalar ise, yüksek miktardaki sermaye girişleri karşısında, ulusal para koşulları üzerindeki kontrolü kaybetmeden döviz kuru üzerindeki değerlendirme baskısını azaltmaktır. Sermaye piyasalarında asimetrik bilgi, sürü davranışı, oynaklık ve bunun devamında döviz kurundaki oynaklık da makroekonomik yönetim nedeniyle sermaye kontrollerinin kullanılma nedenleri arasındadır. Sermaye kontrolleri için diğer bir sebep de, sabit kur rejimini savunmaktır. Eğer döviz kuru herhangi bir çığpaya endekslenmişse, serbest sermaye hareketleri uluslararası rezervlerde, faiz oranlarında yüksek dalgalanmalara sebep olabilir ve hatta sabit döviz kurunun çökmesine neden olabilir. Sermaye kontrolü kısa süreliğine sistemin savunulmasını sağlayabilir.

Son olarak, sermaye kontrolleri finansal olarak baskılanmış ekonomilerde, genel makroekonomik ve ödemeler dengesi sisteminin parçası olarak uygulanabilir. Böyle ekonomilerde, faiz oranları üzerinde genel bir kısıtlama, yüksek rezerv yükümlülüğü, krediler üzerinde üst sınır, kamuca yönetilen kredi sistemi, rekabetçi olmayan finansal sektör ve sermaye kontrolleri mevcuttur.

- Piyasa ve Kurumsal Evrim: Sermaye kontrollerinin ikinci ana nedeni, ülkenin finansal piyasa ve kuruluşlarının yeterince gelişmemiş olmasıdır. Bu durumda, kontrollerin konulmasındaki temel amaç bebek endüstrileri ve az gelişmiş finansal piyasaları korumaktır. Esas olarak ticaret yazınında kullanılan bebek endüstri teorisinin iki iddiası bulunmaktadır. İlk iddia, gümrük tarifeleriyle korunduğunda, bebek endüstrilerin ölçek ekonomisi kazanacağı ve böylece yüksek üretim gerçekleştireceğidir. İkinci iddia ise yerli endüstrinin yaparak öğrenme sonucunda maliyetleri düşüreceğidir. Bu iki iddia da kısa süreli tarifeleri doğrulamaya çalışmaktadır. Bebek endüstri

teorisi benzer şekilde hem sermaye girişi hem de çıkışına konulacak kısıtlamaları doğrulamak amacıyla kullanılabilir. Bu teorinin sermaye piyasaları için olan versiyonunda ana neden olarak küçük yerli finansal kuruluşların byk yabancı finansal firmalardan daha az etkin olduğu ve bu nedenle ülkenin finans piyasalarının serbestleştirilmesi durumunda eşit zeminde rekabet edemeyeceği varsayımı vardır. Bylelikle kısıtlamalar küçük yerli finansal firmaların yeterli büyüklüğe ve etkinliğe ulaşmasını sağlayarak yabancı finansal firmalarla rekabet etmesini sağlamayı amaçlamaktadır (Neely, 1998). Az gelişmiş finansal yapıya sahip, dolaylı parasal kontrol mekanizmalarının yeterince gelişmediği ve bu mekanizmaların gelişmesi için zamana ihtiyaç duyan ülkeler doğrudan kontrollere ihtiyaç duyar. Ancak sermaye piyasaları üzerine konulacak kısıtlamalar yeni finansal ürünlerin piyasalarda kullanılmasını engelleyerek ve rekabeti kısıtlayarak, ulusal finansal piyasaların ve kurumların gelişmesini engelleyebilir.

- İhtiyatlı Politikalar: Sermaye kontrolleri konulmasındaki diğer önemli amaç da finansal sistemin istikrarını korumaktır. Bunu ulusal kuruluşların döviz cinsi riske aşırı maruz kalmasını kısıtlama veya bu kuruluşların yükümlülüklerinin vadesini uzatmaya yardım etmek amacıyla yapar. Ancak, sermaye kontrolleri portföy çeşitlendirmesini engelleyerek yatırımın riskini artırırlar, ve finansal piyasaların gelişmesini ve etkin piyasa oluşmasını önleyerek finansal ürünlerin kalitesini düşürebilir. Ayrıca, bu kontroller özel finansal risklerin üzülmesi açısından pek etkili değillerdir. Özel riskin olduğu alana konulacak kontroller sermayenin daha riskli ve daha az denetlenmiş alanlara kaymasına ve bu alanlarda sistemsel riske neden olabilir. Bu nedenle, sermaye kontrolleri, politika uygulama kapasiteleri ve finansal sistemi gözetleme sistemleri gelişmemiş ülkeler açısından daha yararlı olabilir. Örneğin yabancıların yurtiçindeki menkul değer ihracına, bu alanla ilgili finansal sistemi izleme yeteneği kısıtlıysa veya idari düzenlemeler yetersizse limit konulabilir. Ancak diğer taraftan byle bir finansal sistemde kısıtlamalar için gerekli altyapıyı oluşturmak zor olacağı için sermaye kontrollerini uygulamak da maliyetli olacaktır.

- Diğer Nedenler: Sermaye kontrollerinin konulmasını gerektiren diğer nedenler arasında ekonominin büyüklüğü ve açıklığı; genel düzenleyici sistemin özellikleri; sosyal, sektörel, stratejik kaygılar ve özellikle yurtiçine yönelik doğrudan yatırımlar konusundaki kaygılar yer alır. Büyük ülkelerin yatırımların çeşitliliği açısından daha fazla imkâna sahip olduğu, bu yüzden bu ülkelerin sermaye piyasalarını açma konusunda daha az istekli olmaları belirtilmektedir. Ekonominin açıklık derecesi de sermaye kontrollerinin yoğunluğunu etkileyebilir. Görece daha açık ekonomiler dış şoklara daha fazla maruz kalabilirler ve bunun sonucunda sermaye kontrollerine daha fazla başvurabilirler. Diğer taraftan, daha açık ekonomilerde sermaye kontrollerinin etrafından dolaşmak açısından daha fazla imkân vardır. Yani açık ekonomiler kontrollere daha fazla ihtiyaç duysa da, kontrollerin etkinliği, etrafından dolaşma imkanları fazla olduğu için, azalabilir. Genel olarak sermaye kontrollerinin kullanılması, hükümetin optimal müdahale felsefesinin yansıması da olabilir. Bu durum, kamu ve şirket yönetimlerini zayıflatıp, yönetimlerin şeffaflığını azaltır. Doğrudan yatırımların önemli veya hassas sektörlerle yönelmesi güvenlik, ulusal egemenlik ve kültürel nedenlerle de kontrol edilebilir.

1.2. Sermaye Kontrollerinin Çeşitleri

Sermaye kontrolleri, gelen sermayenin vergilendirilmesi, giren sermaye hacmine üst sınır konulması, vade yapısına göre sermaye akımlarına farklı kısıtlar getirilmesi gibi birçok düzenlemeyi içerir. Tablo 1.1'de sermaye kontrollerinin konulabileceği sermaye işlem türleri özetlenmiştir. Sermaye kontrolleri olarak kabul edilen bütün bu düzenlemelerdeki ortak amaç yerli ekonomiyi uluslararası sermaye hareketlerinin yaratabileceği olumsuzluklarından korumaktır (Dooley, 1996).

Sermaye kontrolleri, doğrudan veya yönetsel kontroller ile dolaylı veya piyasa türü kontroller olarak iki gruba ayrılır:

1.2.1. Doğrudan Sermaye Kontrolleri

Sermaye işlemlerine, bu işlemlerle ilgili ödemelere ve fonların transferine açık yasaklarla, miktar limitleriyle veya onaylama mekanizmasıyla doğrudan kısıtlamalar getirilir. Doğrudan kontroller genel olarak, kontrolün konulduğu finansal işlem türünde, uluslararası sermayenin işlem hacmini kısıtlamaya çalışır. İlgili sermaye türüyle ilgili kısıtlama, çoğunlukla bankacılık sektörüne konularak yapılır (Ariyoshi ve diğerleri, bölüm 1, kutu 1, 2000).

1.2.2. Dolaylı Kontroller

Sermaye hareketleri üzerine doğrudan kısıtlamalar koymak yerine, sermaye hareketlerini sağlayan finansal işlemlerin maliyetleri artırılarak sermaye girişleri engellenmeye çalışır. Bu önlemler, çoklu kur sistemi, uluslararası sermayenin açık veya kapalı vergilendirilmesi (Tobin vergisi), faizsiz zorunlu rezerv tutma ve fiyat mekanizmasına bağlı diğer önlemlerdir.

1.2.2.1. Çoklu Kur Sistemi

Bu sistemde birbirinden farklı uluslararası finansal işlemlere farklı döviz kurları uygulanır. İkili kur sistemlerinde, ihracat ve ithalat gibi cari hesap işlemleri için farklı ve sermaye akımları sonucu oluşan sermaye hesabı işlemleri için farklı döviz kurları uygulanır. İlk tür döviz kurları genellikle sabit olup ticari kurlar olarak adlandırılırken, ikinci tür kurlar genellikle dalgalı kurlar olup finansal kurlar olarak adlandırılır. Bunun yanında, cari hesap işlemleri için de zaruri ithalat ürünleri için uygulanan kurlar ile zaruri kabul edilmeyen ürünlerin ithalatı için kullanılan kurların farklılığına dayanan ikili kur sistemi de uygulanabilir. Bu durumda, zaruri ürünlerin ithalatı için kullanılan döviz kuru avantajlı olurken, zaruri olmayan ürünler için dezavantajlı bir kur verilir. Çoklu kur sisteminde ise cari işlemler ve sermaye işlemleri için ikiden fazla kur uygulanır. Çoklu kur sistemi genellikle ödemeler dengesi krizleri sırasında uygulanır. Genellikle sabit döviz kuru uygulayıp ekonomik krize maruz kalan ülkelerde görülen bir uygulamadır. Ani ekonomik şoklar yüksek sermaye çıkışlarına neden olarak döviz rezervleri üzerinde baskı yaratabilir. Mevcut sabit kuru savunmak azalan döviz rezervleri yüzünden mümkün

olamayabilirken, dalgalı kura geçmek de reel ekonomi için zararlı olabilir. Özellikle ülkenin yurtdışıyla yaptığı ticaret döviz kurundaki ani hareketten zarar görebilir. Sonuç olarak, bu sistemin sabit kur sistemi şeklinde çalışan bölümü ticari işlemleri kur hareketlerinin dalgalanmalarından korurken, dalgalı kur sistemi şeklinde çalışan bölümü piyasadaki arz ve talebe göre hareket ederek, ekonomi otoritelerine, para politikası uygulamalarında esneklik sağlar (Fan, 2004).

Bu sistem, Bretton Woods sisteminin çökmesiyle sabit kurdan dalgalı kura geçişte özellikle büyük Avrupa ekonomilerince kısa süreli olarak, sonrasında ise Latin Amerika, Afrika ve Asya'daki ülkelerce uygulanmıştır. Bu ülkelerin çoklu kur sistemi ile tecrübeleri genellikle olumsuz olmuştur. Dış şoklar karşısında ülkelere ancak kısmi koruma sağlamıştır. Aşırı genişlemeci para ve maliye politikalarına devam edip bu sistemi uygulayan ülkelerde dövize aşırı talep oluşmuş ve bu durum ticari tarafta ödemeler dengesi açıklarının artmasıyla, dalgalı kur kısmında ise yüksek oranlı değer kayıplarıyla sonuçlanmıştır. Sonuç olarak ödemeler dengesi problemlerine karşı bu sistem kısa süreli uygulanmalıdır. Sık ve uzun süreli olarak bu sistemin uygulanmasının ekonomilerde tahribat yaratabildiği görülmüştür (Fan, 2004).

1.2.2.2. Açık Vergileme (Tobin Vergisi)

Bu sistemde, sınır ötesi sermaye işlemleri vergilendirilir. Bu vergileme işleminde amaç, yerli yatırımcıların yabancı varlıklara yaptıkları yatırım veya yabancı yatırımcıların yerli varlıklara yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri getiriye azaltarak veya maliyetlerini artırarak, bu tür finansal işlemleri daha az çekici kılmaktır. Vergi oranları belirli bir tür sermayeyi veya vade yapısını engellemek amacıyla farklılaştırılabilir. Eğer bu vergileme türünde, yerli-yabancı yatırımcı veya varlıklar ayrımı yapılarak uygulanırsa, bu uygulama yabancı sermaye açısından bir kısıtlama örneği olur.

1.2.2.3. Dolaylı Vergileme

Faizsiz zorunlu rezerv (URR) uygulaması da çok sık kullanılan piyasa temelli kontrollerden biridir. Bu uygulamada, banka veya banka dışı finansal kuruluşlar, ülkenin merkez bankasında faizsiz olarak, net döviz pozisyonunun belirlenen oranı kadar yabancı para veya bu tutarın yerli para karşılığı kadar sermaye tutmak zorundadır. Bu kontrol türü hem sermaye girişlerine hem de sermaye çıkışlarına uygulanabilir. Bu yöntem genellikle sermayenin minimum kalma süresi zorunluluğuyla birlikte uygulanır. Yerli veya yabancı yatırımcılar, gelen sermaye akımının belirli bir oranını minimum kalma süresi boyunca sıfır faiz oranı ile merkez bankasında tutmak zorundadırlar. Sonuçta sermaye için yatırımın getirisi daha az çekici kılınır. Bu uygulama sonucu oluşan efektif vergi, sermayenin ülkede kaldığı süreye ve fonun fırsat maliyetine bağlıdır. Bu sistem, gelen fonun faizsiz zorunlu rezerv olarak ayrılan miktarını tutmakla görevlendirilen merkez bankası ve bankacılık sistemi açısından maliyetler yaratır (Kokenyine ve diğerleri, 2010). Sermaye kontrolü uygulanan sermaye akımlarını izleme, ilgili tutarı merkez bankasındaki hesaplara aktarma ve rezerv tutma süresinin sonunda tutarı tekrar geri ödeme gibi işlemlerin yarattığı maliyetler bu türdendir.

1.2.2.4. Diğer Düzenleyici Kontroller

Bu kontroller genellikle hem fiyat hem de miktara bağlı düzenlemeler ile farklı sermaye türleri ve yatırımcılar arasında ayırım yapma esaslarına dayanır. Bu kontroller, ticari bankaların yurtdışıyla net döviz pozisyonuna limit koyma veya yurtdışında borçlanmak için belirli kredi derecelendirme notuna sahip olma koşulu gibi politikaları içerir. Katı anlamda bir kontrol türü olmasa da türev işlemler veya yerleşik olmayanlarla ticari olmayan işlemlerin raporlanma zorunluluğu gibi düzenlemeler de sermaye hareketlerini izlemek ve kontrol etmek için kullanılır (Ariyoshi ve diğerleri, bölüm 1, kutu 1, 2000). İhtiyatlı düzenlemelere daha çok benzeyen bu uygulamalar ile diğer sermaye kontrolleri ayrı ayrı uygulanabilecekleri gibi birlikte de uygulanabilirler. Birlikte uygulama genellikle kontrollerin etkinliğini artırma amacıyla yapılır.

TABLO 1.1. KONTROLLERE MARUZ KALABİLECEK FİNANSAL İŞLEMLERİN SINIFLANDIRILMASI

Sermaye Girişleri	Sermaye ve Para Piyasaları		Sermaye Çıktıları
Hisse senedi veya katılım esasına dayalı varlıklar			
Yerleşik olmayanların yerli alımları			Yerleşik olmayanlarca yerli piyasada yapılan satış veya ihraçlar
Yerleşiklerce yurtdışında yapılan satışlar veya ihraçlar			Yerleşiklerce yurtdışında yapılan alımlar
Bono veya diğer borçlanma araçları			
Yerleşik olmayanların yerli piyasa alımları			Yerleşik olmayanlarca yerli piyasada yapılan satış veya ihraçlar
Yerleşiklerce yurtdışında yapılan satış veya ihraçlar			Yerleşiklerce yurtdışında yapılan alımlar
Para piyasaları yatırım araçları			
Yerleşik olmayanların yerli piyasa alımları			Yerleşik olmayanlarca yerli piyasada yapılan satış veya ihraçlar
Yerleşiklerce yurtdışında yapılan satış veya ihraçlar			Yerleşiklerce yurtdışında yapılan alımlar
Toplu yatırım yatırım araçları			
Yerleşik olmayanların yerli alımları			Yerleşik olmayanlarca yerli piyasada yapılan satış veya ihraçlar
Yerleşiklerce yurtdışında yapılan satışlar veya ihraçlar			Yerleşiklerce yurtdışında yapılan alımlar
Türev ürünler ve diğer enstrümanlar			
Yerleşik olmayanların yerli piyasa alımları			Yerleşik olmayanların yerli piyasa alımları
Yerleşiklerce yurtdışında yapılan satış veya ihraçlar			Yerleşiklerce yurtdışında yapılan satış veya ihraçlar
Kredi operasyonları			
Ticari krediler			
Yerleşik olmayanlardan yerleşiklere			Yerleşiklerden yerleşik olmayanlara
Finansal krediler			
Yerleşik olmayanlardan yerleşiklere			Yerleşiklerden yerleşik olmayanlara
Garantiler, kefiller, ve finansal yedekleme imkanları			
Yerleşik olmayanlardan yerleşiklere			Yerleşiklerden yerleşik olmayanlara
Doğrudan yatırımlar			
Ülke içine doğrudan yatırım			Ülke dışına doğrudan yatırım
			Doğrudan kontrollerin tasfiyesi üzerine kontroller
Gayrimenkul işlemleri			
Yerleşik olmayanların yurtiçi alımları			Yerleşiklerin yurtdışı alımları
			Yabancı borçlar
Ticari bankalara özgü provizyonlar			
Yerleşik olmayanların mevduatları			Yerleşiklerin yurtdışındaki mevduatları
Yurtdışı borçlanmalar			Yurtdışına borçlar
Kişisel sermaye hareketleri: Mevduat, borçlar, hediyeeler, temerruler, miras			
Yerleşik olmayanlardan yerleşiklere			Yerleşiklerden yerleşik olmayanlara
Kurumsal yatırımcılara özgü provizyonlar			
			Yerleşik olmayanların ihraç edebileceği menkul değer miktar ve yurtdışına yapılacak portföy yatırımlar üzerine sınır konulması (Üst sınır).
			Yurtiçine yapılacak portföy yatırımları üzerine sınır konulması (Üst sınır).

Kaynak: Johnston ve Tamirisa, IMF 1998.

1.3. Sermaye Kontrollerinin Uygulama Zorlukları

Her ne kadar farklı sermaye kontrollerinin farklı maliyetleri ve uygulama zorlukları olsa da, bütün kontroller için bazı genellemeler yapılabilir.

- Eğer ülkeye gelen sermaye, kontrollerin uygulanmadığı sermaye türü olarak raporlanırsa, ilgili kontrolün etrafından dolaşmış olunur. Örneğin, yurtdışı borçlanma yoluyla sağlanan sermaye üzerine kontrol

koyulduğunu farz edelim. Eğer yurtdışı borçlanma yoluyla sağlanan sermaye, finansal doğrudan yatırım olarak raporlanırsa kontrolden muaf olur.

- Sermaye kontrolünde vergi oranları, sermayenin tutulma süreleri ve istisna sayıları artıkça, sistemin karmaşıklığı artar.
- Sermaye kontrolü uygulamasının içeriğinin, kontrolün etrafından dolaşılmasını engellemek amacıyla sürekli olarak güncellenmesi gerekir, ancak bu durum uygulamaların maliyetini artırır (Kokenyine ve diğerleri, 2010).
- Sermaye kontrolleri finansal sistemi önemli ölçüde etkilediği için, uygulanırken finansal sisteminin yavaşlamasına neden olabilir.

Kontrolleri uygulamadaki bu genel zorluklar yanında her uygulamanın kendine özgü zorlukları mevcuttur.

Bu uygulamalardan çoklu kur sisteminin gücü, farklı piyasaları ayırmadaki başarısında yatar. Ancak, piyasaları tamamen ayırmak imkânsızdır. Bu sistemde, hemen her zaman cari işlemler için aşırı değerli yerli para kullanılır. Farklı işlemler için kullanılan farklı kurlar arbitraj için teşvik yaratır. İthalat işlemleri olduğundan daha yüksek faturalanırken, ihracat işlemleri için olduğundan daha az faturalandırma yapılır. Böylelikle elde edilen ucuz döviz diğer bir piyasada karla satılır. Böylelikle farklı piyasalar arasındaki bu sızmalar sistemin etkinliğini azaltır ve makroekonomik istikrarsızlık için ortam yaratır (Fan, 2004). Bu uygulamada arbitraj ancak işlemlerin doğru şekilde raporlanmasının sağlanmasıyla önlenir.

Sermaye girişleri üzerine koyulan doğrudan vergileme ve URR uygulamaları için ülkenin bankacılık sisteminin desteğine ihtiyaç duyulur ve her iki uygulama bankacılık sistemi üzerinde önemli maliyet yaratır. Ancak, URR uygulaması doğrudan vergileme uygulamasından daha zordur. URR uygulaması, hedeflenen finansal işlemin uygun şekilde kayıt edilmesini, rezervlerin sürekli izlenerek zorunlu tutma döneminin sonunda yatırımcıya iade edilmesini sağlamak zorundadır. Vergileme ve URR uygulamaları çok çeşitli sermaye işlemlerini kapsadığı için, bu uygulamalar finansal işlemlerin

gerçekleşmesinin gereksiz şekilde uzamasına neden olabilir. Eğer giren sermaye türü, daha düşük vergi oranına veya URR oranına sahip sermaye türü olarak yanlış raporlanırsa, bu iki uygulamanın etrafından dolaşmış olur. Kontrollerin yönetilmesi oranların, rezervlerin tutulma dönemleri ve muafiyetlerin sayısının artmasıyla beraber karmaşıklaşır. Ayrıca, vergi ve URR uygulamalarının kapsamının sürekli olarak güncellenmesi gerekir ve bu da kontrol maliyetlerini iyice artırabilir.

Yönetimsel kontroller, yukarıda bahsedilen piyasa kökenli kontrollerden daha az şeffaftır. Öznel ve duruma bağlı onay mekanizmasını getirir. Sermaye işlemlerini, işlemlerle ilgili ödemeleri ve fonların transfer edilmesini doğrudan yasaklamalar veya açık limit kısıtlamalarıyla engeller. Bankacılık sistemi üzerine idari zorunluluklar getirir ve önemli oranda belgeleme yükümlülüğü koyar ve döviz otoritesinde yeterli oranda yönetimsel kapasite gerektirir (Kokenyne ve diğerleri, 2010).

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARININ SERBESTLEŞME TARİHİ

2.1. Dünya Sermaye Piyasalarının Serbestleşme Tarihi

Sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbest olduğu ve finansal piyasaların bütünleştiği ilk dönem, 1. Dünya savaşı öncesi dönemdir (1880–1914). Modern sermaye kontrolleri, 1. Dünya Savaşı sırasında savaş dönemi harcamalarını finanse etmek için gerekli vergi tabanını sürdürmek amacıyla uygulanmaya başlanmıştır. Savaş sonrası kaldırılan kontroller, sonrasında 1930'lardaki büyük depresyonla beraber tekrar yoğun şekilde büyük ekonomik aktörler dahil birçok ülke tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Bu dönemdeki uygulamalarda amaç, ülkelerin ekonomilerinin sermayenin kaçış riski olmadan canlandırabilmelerini sağlanmasıydı (Neeley, 1998). 2. Dünya Savaşı sonrasında, 1945–1972 arasındaki dönemde, 1944'deki Bretton Woods'da imzalanan anlaşmalara bağlı olarak dünyada sermaye kontrolleri yaygın olarak uygulanmış ve bu uygulamalar, IMF tarafından desteklenmiştir. Bretton Woods sisteminin geçerli olduğu bu dönemde, sabit kur ve sermaye kontrolleri ülkeleri istikrar bozucu dış şoklardan korumuştur (Rajan ve Noy, 2008).

1970'lerin başında, Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla beraber, hükümetlerin finansal piyasalar üzerindeki kontrolünün ortadan kalkması ve piyasa koşullarının arz-talep güçleriyle belirlenmesi yönünde dünyada bir akım oluşmuştur. Bu durumda kontrollerin ekonomilerin kaynak dağılımını bozucu etkisi ve bunun sonucunda oluşan ekonomik maliyetler etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerin büyük çoğunluğu 1970 ve 1980'lerde temel sermaye kontrollerini kaldırırken, Asya ve Güney Amerika'daki birçok gelişmekte olan ülke ise 1980'li yılların ikinci yarısında sermaye piyasalarını serbestleştirmiştir. 1990'lı yılların başında bu eğilim hız kazanmış

ve gelişmekte olan ÷lkelerin bñy÷k kısmı tarafından uluslararası sermaye üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Gelişmekte olan ÷lkelerde, bu eğilim Washington Consensus² denilen doğrudan yatırım gibi sermaye akımları üzerinde kontrollerin kaldırılmasını da içeren serbestleşme politikasının bir parçası olmuştur (Rajan ve Noy, 2008).

Özellikle 1990'lı yılların ortalarına kadar, başta IMF olmak üzere ekonomi otoriteleri uluslararası sermayenin gelişmekte olan ÷lkeler için öneminden bahsedip sermaye akımlarındaki dalgalanmaların, sermaye çeken ÷lkelerin ekonomileri üzerindeki etkilerini göz ardı etmiştir. Uluslararası sermayenin serbest hareketi önündeki engellerin kaldırılmasıyla beraber, gelişmekte olan ÷lkelerin ucuz krediye ulaşabileceği ve bu durumun bu ÷lkelerdeki ekonomik büyüme ve istikrarı teşvik edeceği söylenmiştir. Sermaye hareketleri üzerindeki herhangi bir kısıtlamanın, kaynakların rasyonel dağılımını engelleyeceği tezi ileri sür÷lmüştür. Sonrasında ise, özellikle 1997 Asya krizinden sonra, IMF tam serbest sermaye hareketlerinin olası olumsuz etkileri üzerine daha çok eğilmeye başlamıştır. Ancak bu durumda bile çözüm olarak sermaye kontrollerinden ziyade sermaye hareketlerindeki aşırı dalgalanmaları sınırlandırmak için gereken makroekonomik politikalar tartışılmıştır. 1990'lı yıllar boyunca yoğun sermaye çeken ÷lkelere önerilen politikalar daha sıkı maliye politikası ve esnek döviz kuru politikası şeklinde olmuştur. Döviz kuruna müdahale ve sonrasında oluşan likiditenin sterilizasyonu şeklindeki politika tedbiri ise, sterilizasyonun maliyeti ve uzun dönemdeki etkisizliği konusuna vurgu yapılarak önerilmemiştir. şili, Kolombiya, Malezya gibi ÷lkeler 90'lı yıllar boyunca sermaye kontrolleri uygulamıştır. Ancak IMF uygulamaları istisnai durumlar olarak gör÷p, uygulamalara olumlu yaklaşmamıştır. 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi ve 2001 Arjantin krizi gelişmekte olan ÷lkeler için sermaye akımlarının denetimi konusunu ön plana taşımiştır. Özellikle, 2005 sonrası dönemde yoğun sermaye girişi ve bunun sonucunda para birimlerinde değerlenme yaşayan Brezilya, Kolombiya, Tayland gibi ÷lkeler sermaye kontrollerine başvurmuşlardır. 2008 krizi ile birlikte sermaye çıkışı yaşayan

² Washington Consensus, IMF, Dünya Bankası ve Amerikan Hazinesi tarafından 1990'lı yıllarda kriz içindeki ÷lkelere önerilen 10 ekonomik politika önerisidir.

bu ülkeler uyguladıkları sermaye kontrollerinin büyük kısmını kaldırmıştır. Ancak, kriz sonrası Brezilya'nın koyduğu Tobin vergisi gibi, gelişmekte olan ülkeler kontrolleri gelecekte sermaye akımlarına karşı uygulanacak standart politika aracı olarak görmeye başlamıştır.

2.2.Türkiye Sermaye Piyasalarının Serbestleşme Tarihi, Sermaye Hareketleri, Reel kur, Borçlanma yapısı ve Cari İşlemler Dengesinin Gelişimi

2.2.1. Türkiye Sermaye Piyasalarının Serbestleşme Tarihi

1980 öncesi dönemde Türkiye ithal ikameci sanayileşme politikası uygulayan kapalı bir ekonomi durumundaydı. Özellikle 1970'li yılların ikinci yarısında, Türk ekonomisi, temel ara malı ve tüketim mallarını üreten sektörlerin yurtiçine ikamesine yöneltilmesi ve kamu sektörü öncülüğünde yatırım politikası uygulanması şeklinde örgütlenmişti. Bu dönemde ithal malları ile rekabet halindeki yerli sanayi sektörleri kota ve yüksek tarife oranları ile korunmuştur. Devletin, ulusal ekonomide mal ve işgücü piyasalarına kamu işletmeleri ve yatırım tercihleri aracılığıyla yoğun bir müdahale içinde bulunduğu bu birikim modeli 1977'den başlayarak döviz finansman krizine sürüklenmiştir (Yeldan, 2001, s.38). Aşırı değerli döviz kuru ihracatçı sektörler açısından tıkanmaya neden olmuş ve sanayinin kullandığı dövizini kendi iç dinamiği ile kazanamaması sonucunu doğurmuştur. Dış borç olanaklarının tümüyle tüketilmesi nedeniyle ithalatın finansmanı olanaksız hale gelmiştir (Yeldan, 2001, s.43). İki yıllık ekonomik krizden sonra, 24 Ocak 1980 tarihinde önemli makroekonomik politika değişikliklerine gidilmiştir. Bu kriz döneminde belirgin olan problemler, orta büyüklükteki ülkelerin yaşayabileceği tipik ödemeler dengesi problemleriydi: dış borcu ödeyememe ve bu nedenle üretim için gerekli ithalatı yapamama, yüksek enflasyon ve diğer ilgili makroekonomik dengesizliklerdi. 24 Ocak kararları, kısa dönemli bir rahatlama sağlamaya yönelik bir istikrar programı değildi. Aksine, on yıllık sürece yayılmış ekonominin dışa açılma ve serbestleştirme sürecinin ilk aşaması olmuştur (Altınkemer ve Ekinci, 1992). Bu dönüşümün temel amacı, bir yandan ulusal ekonominin birikim ve kaynaklarının dağılım mekanizmalarında pazar mekanizmasının belirleyici unsur olmasını

sağlamak, diğer yandan da mal ve hizmet ihracını artırmaya yönelik yoğun bir devlet desteği ile beraber ekonominin dışa açılmasını sağlamak olmuştur. Bu genel strateji altında imalat sanayinin ihracat pazarlarına yöneltilmesi öncelik kazanmış ve bu amaca uygun olarak, bir yandan yoğun teşvik sistemi uygulanmaya konulurken, bir yandan da süreç içinde Türk Lirasının önemli oranda değer kaybetmesine izin verilmiştir. Ayrıca, 1981'den başlayarak faiz ve kredi tahsisi üzerindeki kontroller kaldırılarak ulusal mali piyasaların derinlik kazanması da hedeflenmiştir (Yeldan, 2001). Ulusal finans piyasalarının serbestleştirilmesi de 1980'lerdeki ekonomi politikasının bir parçasıydı. Bu sürecin ilk aşamaları problemlidir. 1980'lerin ortasında mevduat faizleri ve kredilerin kullanımı üzerindeki kısıtlamaların hızlıca kaldırılması 1982'deki finansal skandala neden olmuştur. Bu skandal saadet zinciri şeklinde yüksek faizler önererek para toplayan bankerlerin ve küçük bankaların batmasıyla sonuçlanmıştır. Sonrasında her ne kadar politikalar yeniden daha fazla denetleme ile daha fazla serbestleştirme arasında gidip gelse de ve süreç aşamalı olsa da, ana eğilim kesinlikle ulusal finansal piyasaların daha fazla serbestleştirilmesi hedefine yönelik olmuştur. Bu dönemdeki hızlı ilerleme ortaya çıkan problemlere pratik çözümler bulma şeklinde olmuştur.

Bu süreçte, Sermaye Piyasaları Kurulu (SPK) sermaye piyasaları üzerinde denetleyici ve düzenleyici olarak görev yapmak üzere 1982 yılında kurulmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ise 1986 yılında tekrar açılmıştır.

Kur rejimi üzerindeki kontroller 1984'ün başında kaldırılmaya başlanmıştır. Bankalar yerleşiklerden döviz cinsi mevduat kabul etme ve yurtdışıyla bazı işlemler yapma konularında serbest bırakılmışlardır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin ticari bankalar üzerindeki kontrolü likidite ve rezerv yükümlülüğü sisteminin revize edilmesiyle azaltılmıştır. TCMB Bankalararası Para Piyasası 1986 yılında kurulmuştur. TCMB'de tutacakları teminat karşılığında bankalar bu piyasada işlem yapmaya başlamışlardır. 1987 yılında bankacılık sisteminin likidite seviyesini dolayısıyla parasal büyüklüğü ayarlayabilmek için Merkez Bankası açık

piyasa işlemlerini araç olarak kullanmaya başlamıştır. 1988 yılında TCMB Döviz ve Efektif Piyasalarını kurmuş ve döviz kuru günlük olarak ilan edilmeye başlanmıştır (TCMB, 2002).

1980 yılından önce sermaye akımları döviz kuru düzenlemeleri ile kontrol edilmiştir. Sırasıyla Aralık 1983 ve Temmuz 1984 yıllarındaki 28 ve 30 sayılı kararlar ile sermaye piyasaları kısmen serbestleştirilmiştir. 11 Ağustos 1989 yılında resmi gazetede yayınlanan 32 sayılı karar ile sermaye piyasaları bütünüyle serbestleştirilmiştir. Bu karar ve yapılan değişikliklerle, Türk Lirasının konvertibilitesinin sağlanmasına yönelik aşama kaydedilmiştir. 32 sayılı Karar'ın getirdiği önemli değişiklikler aşağıdadır:

- Yerleşikler herhangi bir kısıtlama olmadan bankalardan ve özel finans kuruluşlarından döviz alabilecekler ve döviz tutma konusunda herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmayacaklardır.
- Yerleşiklerce yerleşik olmayanlara verilen hizmetlerin döviz karşılığı yurda getirilebilecektir.
- Yerleşik olmayanların borsada kayıtlı ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca onaylanmış menkul kıymetleri alıp satmaları serbest olacaktır.
- Merkez Bankası'nca alınıp satılan para birimleri cinsinden olan hazine kağıtları ve devlet tahvilleriyle yabancı borsalarda kayıtlı menkul kıymetlerin bankalar ve özel finans kuruluşları vasıtasıyla alım-satımı ve alım fiyatının yurtdışına transferi serbest olacaktır.
- Yerleşikler yurtdışında menkul kıymet ihraç edebilecekler. Yerleşikler bu kıymetleri Türkiye'ye getirme ve yanlarında yurtdışına götürme konusunda serbest olacaktır.
- Likiditeye çevrilen yabancı sermaye ve getirileri bankalar ve özel finans kuruluşları tarafından serbestçe yurtdışına götürülebilecektir.
- Uluslararası kredi elde etme serbestleştirilecektir.

- Yerleşik olmayanlar Türk lirası hesap açabilecek ve bu hesapların ana sermaye ve faiz getirilerini Türk lirası veya döviz cinsinden transfer edebileceklerdir.
- Gayrimenkul satışları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılacak ve satış gelirlerinin transferi serbestleştirilecektir.
- Yerleşik olmayanlar döviz transfer edip satın alabilecekler ve Türk lirasını herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmadan yurtdışına gönderebileceklerdir.
- Bankalar ve özel finans kuruluşları ithalat, ihracat ve görünmeyen transferler dışında 500,000 Amerikan doları geçen transferler hakkında bilgi vermek zorunda olacaklardır (TCMB, 2002).

Sonuç olarak, Türkiye’de sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi 1980 yılındaki ekonomik ve finansal reform süreciyle birlikte başlamış ve 1989 yılında tamamlanmıştır.

2.2.2. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Her ne kadar Türkiye sermaye piyasalarını 1989 yılında tamamen serbestleşmiş olsa da, ekonominin zayıf performansı ve Türk finansal piyasalarının dalgalı yapısının, gelişmekte olan ülkelerdeki genel dalgalı yapıyla birleşmesi, ülkeye devamlı ve sürekli bir şekilde sermaye girişini engellemiştir. Özellikle 2002 öncesinde bu durum daha belirgin gözükmemektedir (Tablo 2.1). Sermaye piyasalarının serbestleştirildiği dönemde, Türk finansal piyasaları yeterince etkin ve derin olamamıştır. Bu dönemde yüksek miktarda sermaye girişi veya çıkışı reel ekonomik faaliyet üzerinde önemli etkiye sahip olmuştur. 1990’lı yıllardan itibaren Türk ekonomisindeki reel büyüme sermaye hareketleriyle yüksek korelasyona sahip olmuştur. 1992–93 dönemindeki yüklü sermaye girişlerine, 1994 yılındaki sermaye çıkışı ve ekonomik daralma eşlik etmiştir. Bu krizden sonra 1995–97 döneminde, sermaye girişleri tekrar artmaya başlamıştır. Ancak 1998 Rusya kriziyle beraber tekrar yüklü sermaye çıkışı olmuştur. 1999–2000 döneminde, sermaye girişleri tekrar artmış, ancak 2001 yılında reel

GSYİH'nın %7.5 oranında azaldığı ekonomik ve finansal krizle birlikte 17.2 milyon ABD dolarlık sermaye çıkışı olmuştur (Çulha, 2006).

2002 sonrasında kısmen küresel likidite koşulları, temel olarak Türk ekonomisinin yaşadığı yapısal değişimle birlikte, yabancı sermayenin miktarı ve yapısı değişmiştir. Toplam sermaye girişleri artarken toplam içinde doğrudan yatırımlar ve özel sektörün dış borçlanmasının payı artmıştır. Her ne kadar 2008 finansal kriziyle beraber 2008–2009 yıllarında sermaye girişlerinde bir azalma görülse de, 2010 yılında sermaye girişlerinde tekrar toparlanma olmuştur (Tablo 2.1).

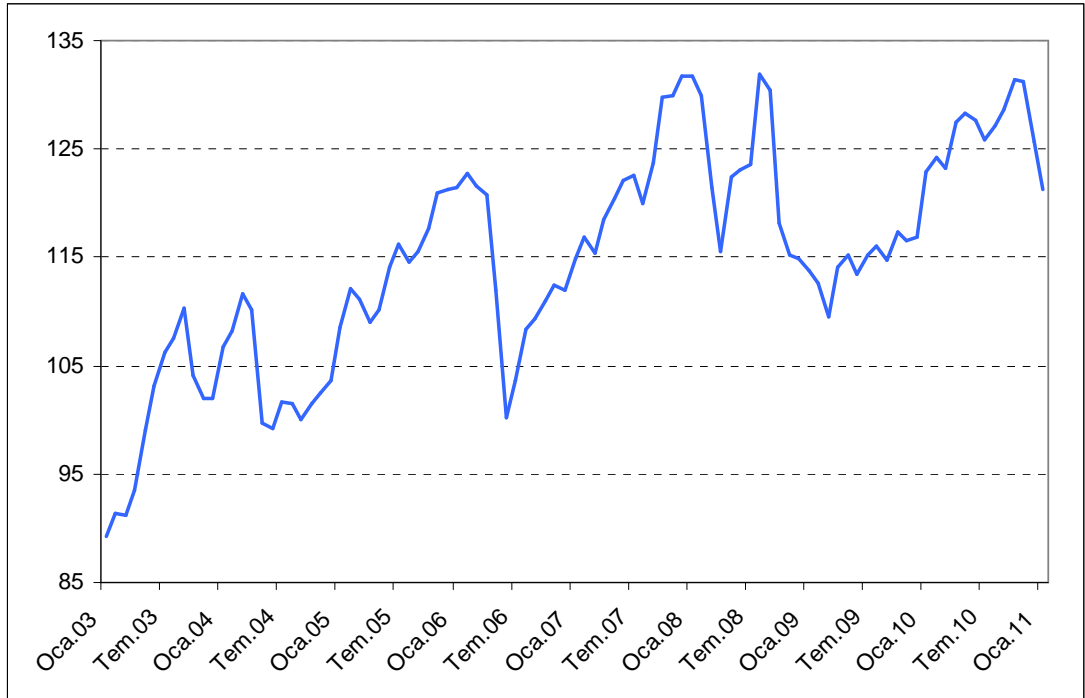
TABLO 2.1. TÜRKİYE SERMAYE GİRİŞLERİ (MİLYON TL)

	Net-DoğrudanYatırım	Net-Hisse Senedi+Borç Senedi	Net-DiğerYatırımlar	TOPLAM
1984	113	0	962	1075
1985	99	0	1642	1741
1986	125	146	1853	2124
1987	106	282	1503	1891
1988	354	1178	-2490	-958
1989	663	1386	-1269	780
1990	700	547	2790	4037
1991	783	623	-3803	-2397
1992	779	2411	458	3648
1993	622	3917	4364	8903
1994	559	1158	-5974	-4257
1995	772	237	3556	4565
1996	612	570	4301	5483
1997	554	1634	4781	6969
1998	573	-6711	5298	-840
1999	138	3429	1262	4829
2000	112	1022	8450	9584
2001	2855	-4515	-12897	-14557
2002	939	-593	826	1172
2003	1252	2465	3475	7192
2004	2005	8023	7674	17702
2005	8967	13437	20256	42660
2006	19261	7373	16055	42689
2007	19941	717	28049	48707
2008	15720	-5046	22873	33547
2009	6307	196	3617	10120
2010	7566	6765	19323	33654

Kaynak: EVDS, TCMB

2.2.3. Reel Kur, Borçlanma Yapısı ve Cari İşlemler Dengesinin Gelişimi

Yazın³ ve ülke örneklerinde görüldüğü üzere sermaye girişleri büyük ölçüde reel döviz kurunun değerlenmesine neden olmaktadır. Sermaye girişleri reel döviz kurunda iki yoldan değerlenmeye neden olmaktadır: Birincisi yerli para birimine talebin artması, ikincisi ise ticarete konu olmayan sektörlerde fiyatların görece artış göstermesiyle değerlenme olmaktadır (Çulha, 2006). Küresel likidite koşullarının da etkisiyle, diğer gelişmekte olan ülkelerdeki eğilime paralel olarak, Türk lirası 2002 sonrasındaki yüklü sermaye girişleriyle beraber değerlenmesini sürdürmüştür. 2003 yılı 100 alınarak oluşturulan reel efektif döviz kur⁴ grafiğinden de görüleceği üzere 2002 sonrası dönemde eğilim, Türk lirasının değerlenmesi yönünde olmuştur (Şekil 2.1).



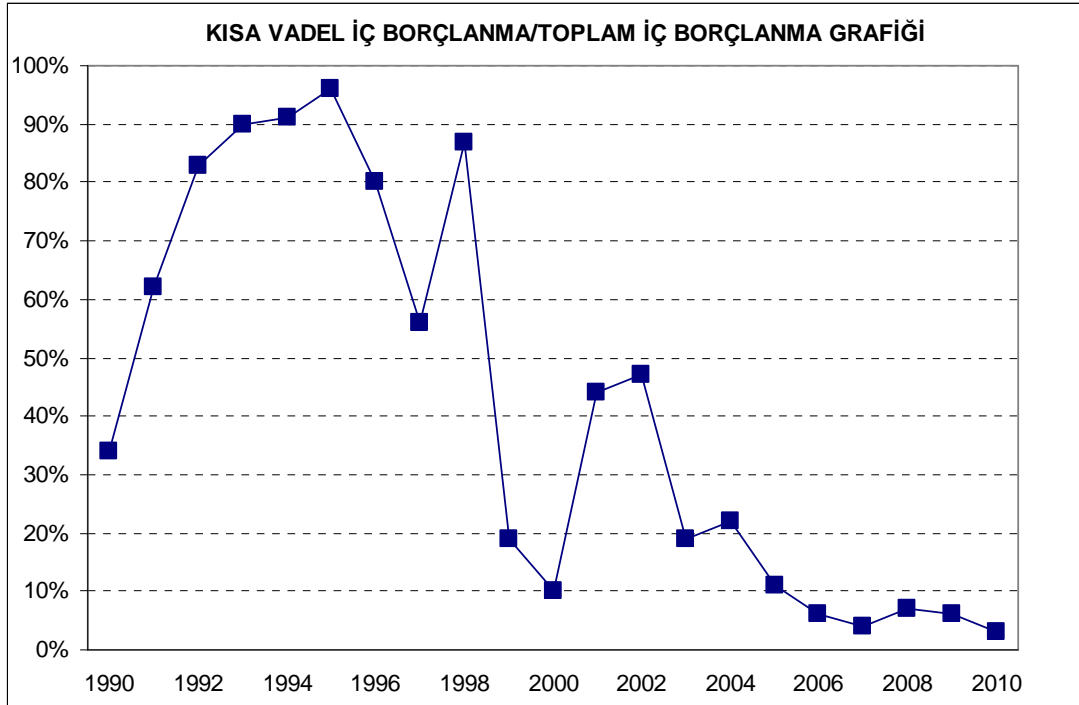
Şekil 2.1: Reel Kurun Gelişimi

Kaynak: Dönemsel Veriler, TCMB

³ Bkz. Siourounis (2003), Athukorala ve Rajapatirana (2003)

⁴ TÜFE bazlı reel kur Türk lirasının, Türkiye'nin dış ticaretinde ağırlığa sahip olan ülkelerin para birimlerinin oluşturduğu sepete karşı değer değişiminde nispi fiyat etkileri arındırılarak hesaplanmaktadır.

Bu dönemde borçlanma yapısının da önemli oranda değiştiği görülmektedir. 1 yıldan kısa vadeli iç borçlanmanın toplam iç borçlanma içindeki yüzdesinin 90'lı yıllar boyunca yüksek olduğu görülmektedir. Her ne kadar 2002 kriziyle birlikte kısa vadeli borçlanmanın yüzdesi tekrar yükselse de, son yıllarda kısa vadeli borçlanmanın oranının iyice azaldığı görülmektedir. Sonuç olarak, 90'lı yıllardaki borç yapısıyla karşılaştırıldığında, Türkiye'nin gelecekte uygulayabileceği sermaye kontrollerinde borç vadesinin daha az problem yaratacağı beklenmektedir. Kontrollerin sermaye akımlarında neden olabileceği ani değişimler, daha uzun vadeli borç yapısı nedeniyle ekonomide daha az olumsuz etki yaratacaktır (Şekil 2.2).



Şekil 2.2: KVKİB/TKİB'nin Gelişimi

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Sermaye kontrollerinin uygulanması açısından diğer önemli bir unsur cari işlemler dengesinin gayri safi yurtiçi hâsılaya oranının büyüklüğüdür. Bu oran ülke açısından sermaye girişlerinin önemini belirleyecektir. Ekonomilerdeki cari açık tasarruf eksiğini göstermektedir. Cari açık oranı, yerli tasarrufun yerli yatırımdan ne kadar az olduğunu gösterir. Bu nedenle kendi yatırımlarını finanse etmek için yeterince tasarruf yapamayan ekonomiler yabancı sermaye çekmek zorundadır. Bu durumdaki bir ülke dış dünyadan net dış borç alıcısı durumundadır (Higgins ve Klitgard, 1998).

Bu nedenle, cari açık oranının yüksek olduğu bir ülkede kısa dönemli olsa bile sermaye kontrollerinin uygulanması hayli zorlaşacaktır. Sermaye kontrolleri uygulamış gelişmekte olan bazı ülkelerle ve Türkiye'nin CİD/GSYİH oranının 2000'li yılı sonrasındaki gelişimine bakıldığında, Hırvatistan'dan sonra Türkiye'nin GSYİH'ya oranla en yüksek cari açık oranına sahip olduğu görülmektedir. Kore ve Tayland genel olarak cari fazla verirken, Brezilya 2001 sonrasında genel olarak cari fazla verirken açık verdiği yıllarda açık oranı görece düşüktür. Her ne kadar Kolombiya'nın %3 oranında cari açık verdiği yıllar olsa da, Türkiye'nin 2008 yılında GSYİH'nın %8.6 oranında verdiği cari açık yanında bu oran da düşük kalmaktadır (Tablo 2.2).

TABLO 2.2. CİD/GSYİH

TARİH	BREZİLYA	KOLOMBİYA	TAYLAND	KORE	TÜRKİYE	HIRVATİSTAN
2000	-3.8%	0.8%	7.6%	2.8%	-3.7%	-2.5%
2001	-4.2%	-1.2%	4.4%	1.7%	1.9%	-3.2%
2002	-1.5%	-1.4%	3.7%	1.3%	-0.3%	-7.0%
2003	0.8%	-1.1%	3.4%	2.4%	-2.5%	-6.1%
2004	1.8%	-0.8%	1.7%	4.5%	-3.7%	-4.3%
2005	1.6%	-1.3%	-4.3%	2.2%	-4.6%	-5.5%
2006	1.2%	-1.9%	1.1%	1.5%	-6.1%	-6.5%
2007	0.1%	-2.9%	5.9%	2.1%	-5.9%	-7.2%
2008	-1.7%	-2.9%	0.8%	0.3%	-5.7%	-8.6%
2009	-1.5%	-2.2%	8.3%	3.9%	-2.3%	-5.0%
2010	-2.3%	-3.1%	4.6%	2.8%	-6.5%	-1.5%

Kaynak: Bloomberg ve Ödemeler Dengesi İstatistikleri, TCMB.

Sonuç olarak, Hırvatistan'ın ekonomik büyüklük bakımından Türkiye ile aynı kategoride olmadığı dikkate alındığında sermaye kontrolleri uygulayan ülkelere göre Türkiye'nin cari açığını finanse etme probleminin daha fazla olduğu görülmekte ve bu durumun gelecekte uygulanması planlanan sermaye kontrolleri konusunda kısıt oluşturabilme ihtimali bulunmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE KONTROLLERİYLE İLGİLİ YAZIN TARAMASI VE SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİ

3.1. Yazın Taraması

Sermaye kontrollerinin etkinliği üzerine olan yazında 4 önemli problem bulunmaktadır (Magud, Reinhart, 2006):

- Kontrollerin makroekonomik sonuçlarını analiz etmek için üzerinde fikir birliğine varılmış teorik bir yapı bulunmamaktadır.
- Farklı ülkeler ve zaman dilimleri arasında uygulanan kontrol ve önlemler arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır (Tablo 3.1).
- Kontrollerin uygulanmasında başarının ne olduğu konusunda bir mutabakat yoktur (Bu konuda, birçok tanımlama mevcuttur).
- Uygulamalar üzerine yapılan akademik çalışmalarda genel geçer bir yöntem yoktur.

Ülke bazında yapılan çalışmaların çoğunluğu, sermaye kontrollerinin sermaye giriş ve çıkışlarının hacmini değiştiremediğini, ancak sermaye girişlerinin kompozisyonunu etkileyebileceğini göstermektedir (Tablo 3.1). Kontroller sermaye girişlerini etkilese bile, bu etkiler kısa süreli olmaktadır. Örneğin, ülkeye giren sermaye akımlarının miktarını azaltarak parasal bağımsızlığı artırmayı ve kurdaki değerlenmeyi azaltmayı amaçlayan faizsiz zorunlu rezerv (URR) gibi bazı sermaye kontrollerinin sermaye akımları üzerindeki etkisi çeşitli çalışmalarda incelemiştir. Cardenas ve Barrera (1997)'nin Kolombiya'nın, De Gregorio ve diğerleri (2000)'nin, Şili'nin 1991–1998 döneminde uyguladıkları sermaye kontrollerini incelediği çalışmalarında bu uygulamanın iki ülkeye giren sermaye miktarını etkilemediği ancak giren

sermayenin vade yapısını uzattığını göstermiştir. Ayrıca, Cardenas ve Barrera (1997) sermayenin kompozisyonundaki bu değişimin, Kolombiya'nın uluslararası sermaye hareketlerindeki ani olumsuz değişimlerden daha az etkilenmesini sağladığını belirtmiştir.

Cardoso ve Goldfajn (1998), Brezilya'ya 1988–1995 döneminde giren sermayenin yapısını analiz etmişlerdir. Kolombiya ve Şili üzerine yapılan yukarıdaki çalışmaların aksine, sermaye kontrollerinin hem sermaye girişi hem de sermaye çıkışının hacmini etkilediğini bulmuşlardır. Ancak, bu sermaye kontrollerinin etkisinin sadece 6 ay sürdüğü belirtilmiştir.

Ariyoshi ve diğerleri (2000), 14 gelişmekte olan ülkenin 1990'lı yıllar boyunca uyguladığı sermaye kontrollerinin sermaye akımları üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığını incelemişlerdir. Ülke bazlı yapılan analizde ekonometrik yöntem uygulanmayıp, niteliksel analiz yapılmıştır. Sermaye kontrollerinin, Malezya ve Tayland örneğinde olduğu gibi, sermaye girişlerini engellemekte kısmen etkili olduğu görülmüştür.

Edison ve diğerleri (2001), Tayland (1997), Malezya (1998) ve Brezilya (1999)'da uygulanan sermaye kontrollerinin etkinliğini analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda, kontrollerin Brezilya ve Tayland'da istenen amaçlara hizmet etmediği bulunmuştur. Malezya'da ise kontroller istenilen amaçlara hizmet etmiştir. Kontrollerle daha yüksek faiz oranına, istikrarlı kura ve daha fazla politika bağımsızlığına ulaşılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler içerisinde Hong Kong'dan sonra ikinci en gelişmiş ve derin finansal piyasalara sahip olan Brezilya ve denizaşırı bankacılık merkezine sahip Tayland'da bu tür özelliklere sahip olmayan Malezya'ya göre daha fazla arbitraj imkanı olduğu ve böylece kontrollerin etkisinin Malezya'ya göre daha sınırlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Miles (2004), sermaye kontrollerinin bütünüyle etkisiz olduğunun söylenemeyeceğini, Brezilya örneğinin gösterdiği gibi finansal piyasa ajanlarının tepkileri dikkate alınarak oluşturulan sermaye kontrollerinin etkili olabileceğini belirtmiştir.

Magud ve Reinhart (2006), sermaye kontrollerinin para politikasını daha bağımsız yaptığı; sermaye akımlarının kompozisyonunu değiştirdiği; reel döviz kuru üzerindeki baskıyı azalttığı (bu bulgu tartışmalı olsa da) sonucuna varmıştır. Ancak, bu kontrollerin, net sermaye hacmini etkilemediği de bulgular arasındadır. Sermaye çıkışlarına konulan kontroller konusunda, Malezya ve diğer ülkeler farklı sonuçlar vermiştir. Malezya’da, sermaye çıkışı üzerine konulan kontroller sermaye çıkışını azaltırken ve daha bağımsız para politikasına imkân sağlarken, diğer ülkelerde bu tür kontrollerin hem sermaye çıkış hacmini azaltma hem de para politikası bağımsızlığı kazanma yönündeki başarısı konusunda çok az kanıt vardır.

Balin (2008) çalışmasında, Hindistan’ın 2007 yılında uygulamaya koyduğu sermaye kontrollerinin etkilerini incelemiştir. Rupinin değerlenmesini engellemek, genel sermaye hacmini, portföy akımlarını ve ülkeye ticari kredi yoluyla giren borç akımlarını azaltmak, borç akımlarının vade yapısını uzatmak, Mumbai borsasındaki spekülasyonu ve oynaklığı azaltmak gibi birden fazla amaca ulaşmak için bu kontrollere başvurulmuştur. Çalışmanın sonucuna göre, bu kontroller sermaye girişi sonucu oluşan problemleri engellemede pek başarılı olmamıştır. Bu durumun nedeni olarak iki sebep ileri sürülmüştür. Birinci olarak, akademik yazına göre mevcut kontrollerin bir kısmıyla istenilen amaçlara ulaşılamaz. Daha önce uygulanan bu tür kontroller üzerine yapılan çalışmaların sonuçları kontrollerin etkin olmadığını göstermiştir. Bu nedenle, kontroller Hindistan’a gelen sermaye akımının hacmini değiştirememiş, rupinin değerindeki artışı durduramamış veya yavaşlatamamış ve Mumbai borsasındaki spekülatif köpüğü engelleyememiştir. İkinci olarak, yazında başarıları teyit edilmiş sermaye kontrolleri bile, Hindistan uygulamasında etkin olamamıştır. Kontroller Hindistan hisse senedi piyasalarındaki hacim ve oynaklığı azaltmada başarılı olamamıştır. Portföy ve borçlanmayla sağlanan sermaye akımlarını görünürde yavaşlatmış olsa bile, uluslararası yatırımcılar bu kontrollerinin etrafından dolaşabilmiş böylelikle gerçekte kontrollerin net portföy akımlarını azaltma konusundaki etkisi çok sınırlı olmuştur. Tartışmalı olsa da bu uygulamaların tek başarısı yabancı ülkelere sağlanan ticari borçlanmanın vade yapısını uzatmak olmuştur.

Clements ve Kamil (2009), 2007 yılında Kolombiya’da uygulanan sermaye kontrollerinin sermaye akımları ve döviz kuru dinamikleri üzerine olan etkilerini incelemişlerdir. Bu kontrollerin en önemli aracı faizsiz zorunlu rezerv tutma olmuştur. Çalışma sonuçlarına göre önlemlerin, dış borçlanmayı düşürmede etkili olduğu görülmüştür. Ancak, bu önlemlerin portföy yatırımları dahil diğer önemli sermaye kategorilerine önemli bir etkisi olmamıştır. Sonuçlar, sermaye kontrollerinin döviz kuru seviyesini etkilemediğini, ancak kurun oynaklığını arttırdığını göstermiştir. Ayrıca, kontrollerin döviz kurunun global finansal gelişmeler ve dış şoklardan etkilenme katsayısını azaltmadığı görülmüştür. Aksine, kontrollerin uygulamaya konulmasından sonraki iki yıl boyunca, kurun volatilitesi Latin Amerika ülkelerinin ortalamasının hayli üzerinde olmuştur. Para politikasının bağımsızlığı konusunda da kontrollerin pek etkisi olmadığı gözükmektedir.

Binici ve diğerleri (2009), sermaye hareketlerini giren ve çıkan sermaye olarak ve bu grup sermaye hareketini de hisse senedi, doğrudan yatırım ve borç gruplarına ayırarak incelemişlerdir. Böylelikle, belirli bir tür sermaye grubuna konulacak kontrolün etkisini inceleyebilmişlerdir. Toplam sermaye rakamlarının kullanılmasının, sermaye kontrollerinin etkinliği konusunda yanıltıcı ve yanlış sonuçlara neden olabileceği belirtilmiştir.

Veri, 74 ülkeyi ve 1995–2005 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır. Bu çalışmanın sonuçlarına göre, hisse senedi, doğrudan yatırım ve borç akımları üzerine konulacak kısmi kısıtlamaların etkili olabileceği belirtilmiştir.

Kokenyine ve diğerleri (2010), herhangi bir sermaye kontrolünün etkinliğinin büyük ölçüde ülkede diğer sermaye kontrol unsurlarının olup olmamasına bağlı olduğunu belirtmiştir. Yaygın şekilde sermaye kontrolleri uygulayan ülkeler genellikle yönetimsel kapasite ve tecrübeye sahiptirler. Bu nedenle, sermaye kontrollerini daha etkili kullanırlar.

Baba ve diğerleri (2011) ise sermaye kontrolleri ve ihtiyatlı politikaların toplamı olan sermaye girişi önlemleri (CFM)’nin ne kadar etkili olduğu konusunda kesin bir kanıtın olmadığı, aynı önlemlerin bazı olaylarda

etkili olurken diğer olaylarda etkili olmadığı belirtilmiştir. Ayrıca, önlemlerin etkili olduğu durumlarda da, bu etki uzun vadeli olmamaktadır. Bu önlemlerin etkisinin, önlemlerin ekonomide uygulandığı alanların genişletilmesi ve sürekli uygulanması ile artırılabilmesi vurgulanmıştır. Ancak, bu durum geçmişte bir çok gelişmiş ülkenin, bugün ise Çin ve Hindistan'ın sahip olduğu döviz kurunun ve finansal sektörün baskılandığı duruma kolaylıkla dönüşebilir. Bu nedenle, aşırı kontrolün ve finansal baskılamanın tasarrufların etkin olmayan dağılımı ve uzun vadeli düşük büyüme gibi neden olabileceği maliyetlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

Unsal (2011), artan sermaye girişleri karşısında geleneksel para politikası önlemlerinin yeterli olamayabileceğini ve tamamlayıcı olarak ihtiyatlı politikaların uygulanması gerektiğini belirtmiştir. Sermaye kontrolü gibi doğrudan yabancı sermaye girişlerini engellemeyi amaçlayan önlemler ise genel sistemik riski engellemeyi amaçlayan ihtiyatlı önlemlerden daha az etkilidir. Sistemik riske yönelik genel ihtiyatlı tedbir paketi yerine sadece sermaye kontrolünün uygulandığı durumda, sermaye girişleri çok az olsa bile yine de yerli finansal piyasalarda dengesizlikler oluşabilir. Ancak, ihtiyatlı politikalar sıkı para politikasının alternatifi olmayıp, tek başlarına ekonomideki finansal riskleri engelleyemezler.

Sermaye kontrollerinin Türkiye'de uygulanacağı varsayımı altında bu kontrollerinin hangi yönlerden etkili olabileceği Tablo 3.1'de özetlenmiştir. Sonuç olarak, sermaye kontrollerinin ülke ve uygulama bazında etkinliği konusunda yapılan çalışmaların özetini sunan bu tabloda görüleceği üzere aynı tür sermaye kontrolünün farklı ülke ve zaman dilimlerinde net akımların hacmini düşürmek, sermayenin kompozisyonunu değiştirmek, reel kur üzerindeki değerlendirme baskısını azaltmak gibi hedeflere ulaşma konusunda farklı sonuçlar verdiği görülmüştür. Ayrıca aynı sermaye kontrolü üzerine yapılan ekonomik çalışmalarda da kullanılan yöntemle bağlı olarak birbirinden tamamen farklı sonuçlar çıkabilmektedir. Ancak sonuçlar özetlenirse, sermaye kontrollerinin net sermaye akımlarını düşürme konusunda etkili olmadığı, etkili olduğunu gösteren az sayıdaki çalışmada ise bu etkinin kısa süreli olduğu görülmektedir. Çalışma sonuçlarına göre, sermaye

kontrollerinin sermaye akımlarının kompozisyonu değiştirme konusunda genel olarak başarılı olduğu görölmektedir. Kontrollerin reel kur üzerindeki değerlenme baskını azaltma konusunda büyük oranda başarılı olamadığı görölmektedir.

TABLO 3.1. SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNE KONTROL UYGULAYAN ÜLKELER, KONTROL YÖNTEMLERİ VE KONTROLLERİN ETKİNLİĞİ ÜZERİNE ÇALIŞMALAR

ÜLKE	YIL	KONTROLÜN TÜRÜ	KONTROLLER	ÇALIŞMA	Sermaye Kontrollerinin Etkinlik Değişkenleri		
					NET AKIMLARIN HACMİNİ DÜŞÜRME	SERMAYENİN KOMPOZİSYONU DEĞİŞTİRME	REEL KUR ÜZERİNDEKİ BASKIYI DÜŞÜRME
Brezilya	1993-97	Vergi	Borsa yatırımları, yabancı borçlanmalar ve bazı döviz işlemleri üzerine konulan açık vergi konulması	Cardoso ve Goldfajn (1998) Reinhart ve Smith (1998) Ariyoshi ve diğerleri (2000) Edison ve Reinhart (2001) Carvalho ve Garcia (2008)	Evet (KD) Evet (KD) Hayır Evet (KD)	Evet (KD) Evet (KD) Hayır	Hayır Hayır
	2008 (Mart-Ekim)	Vergi	İdare türü kontroller (Sermaye girişlerinin bazı türlerine yasak konulması veya minimum vade şartı konulması) Borçlar ve sabit getirili enstrümanlar üzerine vergi konulması	Ostry ve diğerleri (2010)	Hayır	Hayır	Hayır
Şili	1991-98	Faizsiz zorunlu rezerv (URR)	Yabancı borçlanma, borç olmayan sermaye akımları, ADRs ve potansiyel olarak spekülasyon FDI üzerine URR türü kontrol konulması	Valdes-Prieto ve Sato(1998) Le Fort ve Budnevich(1997) Larrain, Labanve Chumacero(1997) Cardoso ve Laurens (1998) Reinhart ve Smith (1998) Edwards (1998) Gallego ve Schmidt-Hebbel (1999) Ariyoshi ve diğerleri (2000) De Gregorio, Edwards ve Valdes(2000) Edwards ve Rigobon (2009)	Hayır Hayır Hayır Evet(KD) Evet(KD) Hayır Evet(KD) Hayır Hayır	Evet Evet Evet Evet(KD) Evet Evet(KD) Hayır Evet	Hayır Evet Hayır Hayır Hayır Hayır Evet(KD)
			İskonto oranının artırılması				
Kolombiya	1993-98	Faizsiz zorunlu rezerv (URR)	Dış borçlanma (Vadesi 18 aya kadar olan borçlar için) ve bazı ticaret kredileri üzerine URR türü sermaye kontrolü konulması	Le Fort ve Budnevich(1997) Cardenas ve Barrera(1997) Reinhart ve Smith (1998) Ariyoshi ve diğerleri (2000)	Evet(KD) Hayır Hayır Hayır	Evet Evet Hayır Hayır	Evet Hayır
	2007-08	Faizsiz zorunlu rezerv (URR)	Yabancı borçlanma ve portfolyo akımları üzerine %40 oranlı URR türü sermaye kontrolü getirilmesi Bankaların, döviz türevleri üzerine limit konuldu(Sermayenin 500%)	Concha ve Galindo(2008) Cardenas(2007) Clements ve Kamil (2009)	Hayır Hayır Hayır	Evet Evet(KD) Evet	Hayır
Hırvatistan	2004-08	Sermaye kontrolüde içeren basiretli önlemler	Bankaların yabancı borçlanmaları üzerine, rezerv tutma yükümlülüğü getirilmesi	Jankov (2009)		Evet	

Kaynakça: Ostry ve diğerleri (2010), IMF Personel Pozisyon Notu.

TABLO 3.1. SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNE KONTROL UYGULAYAN ÜLKELER, KONTROL YÖNTEMLERİ VE KONTROLLERİN ETKİNLİĞİ ÜZERİNE ÇALIŞMALAR (DEVAMI)

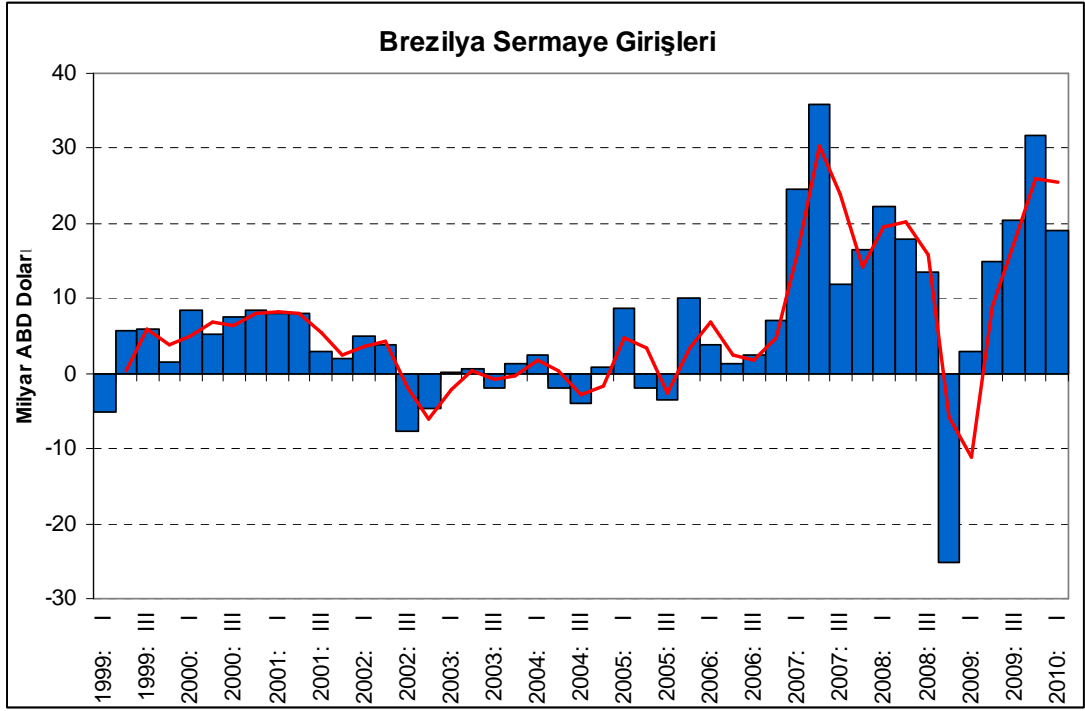
ÜLKE	YIL	KONTROLÜN TÜRÜ	KONTROLLER	ÇALIŞMA	Sermaye Kontrollerinin Etkinlik Değişkenleri		
					NET AKIMLARIN HACMİNİ DÜŞÜRME	SERMAYENİN KOMPOZİSYONU DEĞİŞTİRME	REEL KUR ÜZERİNDEKİ BASKIYI DÜŞÜRME
Malezya	1994	İdari Önlemler	Kısa vadeli borç enstrümanlarının, para piyasaları enstrümanlarının yabancılar arzı ve bankaların yabancı yatırımcılarla ticaretle ilgili olanlar dışında swap ve forward işlem yapmalarının yasaklanması	Ariyoshi ve diğerleri (2000) Tamirisa(2004)	Evet	Evet	Evet(KD) Hayır
			Bankaların net yükümlülük pozisyonu üzerine üst sınır konulması				
			Yabancı bankaların ringgit cinsinden fonlarına karşılık olarak ticari bankalara faiz getirisi olmayan munzam karşılık tutma zorunluluğu getirilmesi				
Tayland	1995-96	Sermaye kontrolünde içeren basiretli önlemler	Bankalarda yerleşik olmayanların baht cinsinde hesapları üzerine URR türü yükümlülük getirilmesi	Ariyoshi ve diğerleri (2000)	Evet	Evet	Evet
			Dış borçlanmayı daha az çekici hale getirmek amacıyla, simetrik olmayan açık pozisyon uygulamasının başlatılması				
			Yaptıkları döviz ve türev ürün işlemlerdeki risk-kontrol önlemleri nedeniyle bankalara raporlama yapma zorunluluğu getirilmesi				
	2006-08	Faizsiz zorunlu rezerv (URR)	Yetkilendirilmiş finansal kuruluşlarla baht karşılığı dövizin satılması veya değiştirilmesi cinsinden olan işlemlerde 30% lik URR yükümlülüğü getirilmesi (Doğrudan sermaye yatırımları ve US\$20000'dan az olan işlemler hariç)				
Kore	2005-08	Sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin kaldırılması	Yerleşiklerin yurtdışında yapacağı yatırımlar üzerindeki kısıtlamalar aşamalı olarak kaldırılması	Ostry ve diğerleri (2010)	Hayır		Hayır
Birden fazla ülke analizi				Reinhart ve Smith (1998) Montiel ve Reinhart (1999) Edison ve Reinhart (2001) Binici, Hutchison ve Schindler (2009)	Evet (KD) Hayır Hayır	Evet (KD) Evet (KD) Hayır	Hayır

3.2.Sermaye Kontrollerinde Seçilmiş Ülke Örnekleri

3.2.1.Brezilya

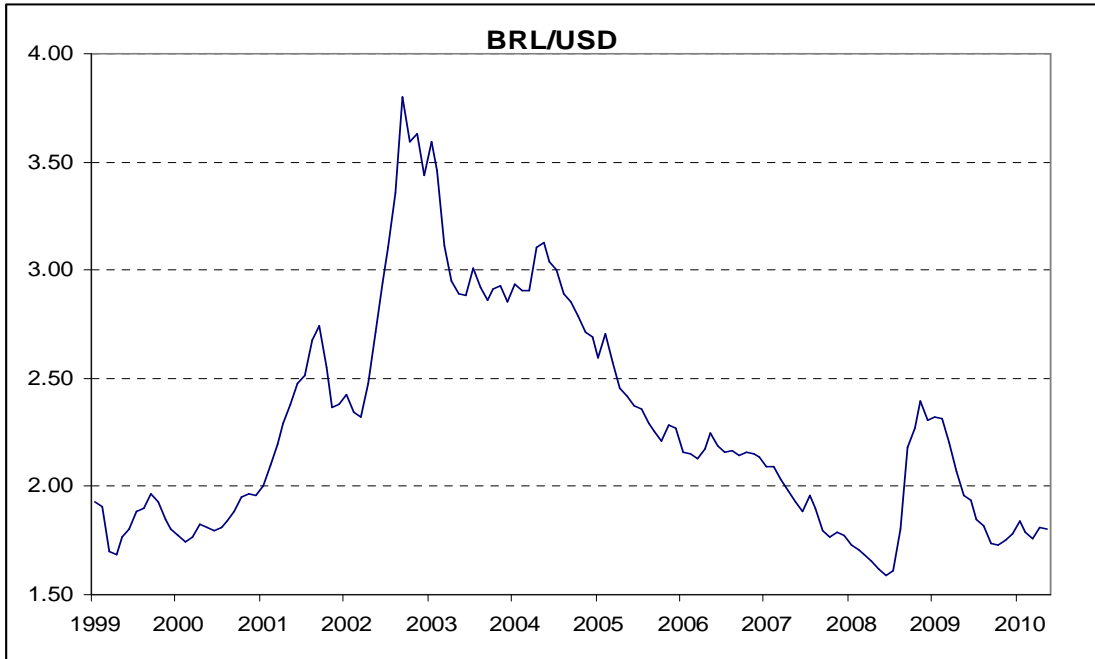
2008–2009 finansal krizi sırasında sermaye girişlerinde yaşadığı ani düşüş dışında, Brezilya özellikle 2006 sonrası dönemde yüklü yabancı sermaye çekmiştir (Şekil 3.1). 2000’li yıllarda başladığı döviz kuru sistemini serbestleştirme sürecini 2006 yılına gelindiğinde önemli ölçüde tamamlamıştır. Yüksek büyüme oranlarını sağladığı bu dönemde, Brezilya için doğrudan yatırımlar en büyük sermaye akım kaynağı olmuştur. Bunun yanında hem bono hem de hisse senedi piyasalarına sermaye girişleri artarak devam etmiştir. Brezilya’daki görece yüksek faiz, istikrarlı ekonomi ve realin değerlendirileceği beklentileri sermaye akımlarının artmasında etkili olmuştur. Sermaye girişleriyle beraber, döviz kuru değerlenmeye devam etmiştir (Şekil 3.2). Sıcak para girişi sonucunda döviz kurunun değerlendirilmesi ve bu durumun ülkenin dış ticareti üzerinde neden olacağı olumsuz etkiler nedeniyle önce döviz kuruna müdahaleler yapılmış, sonrasında Mart 2008 yılında vergi şeklinde sermaye kontrolü uygulamaya başlamıştır. Sermaye işlemleri üzerine %1,5 oranında vergi konulmuştur. Bu vergi, Ekim 2008 yılında, finansal krizin zirvede olduğu ve realin değer kaybı baskısı yaşadığı dönemde kaldırılmıştır. Sonrasında tekrar artan sermaye girişleriyle beraber, sabit getirili ve hisse senedi türü sermaye akımları üzerine %2 oranında vergi konulmuştur. Üzerine vergi koyulmayan diğer sermaye çeşitleri kullanılarak, kontrollerin etrafından dolaşılmasını engellemek amacıyla Kasım ayında Brezilya şirketleri tarafından çıkarılan ADR (Amerikan Depo Sertifikaları)⁵ lerle ilgili işlemler üzerine %1,5 oranında vergi konulmuştur. Böylelikle yabancı yatırımcıların bu enstrüman vasıtasıyla yerli şirketlerin hisse senetlerini satın alması sonucu ülkeye girecek olan sermaye de vergilendirilmiştir (IMF, 2010).

⁵ ADR, öncelikle ABD’de kullanılmaya başlanılan ve yabancı ülkelerin hisse senetlerini, sınır ötesi işlemler sonucu oluşacak problemler olmadan, satın almayı sağlayan finansal enstrümandır. 1 ADR belirli miktar yabancı hisse senedi miktarına denk gelir ve fiyatı hisse senedinin original ülkesindeki fiyatları takip eder. ADRler hisse senedinin ihraç edildiği ülkenin dışındaki yabancı bir ülkede tutulur.



Şekil 3.1 : Brezilya Sermaye Girişleri

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF



Şekil 3.2 : BRL/USD'nin Gelişimi

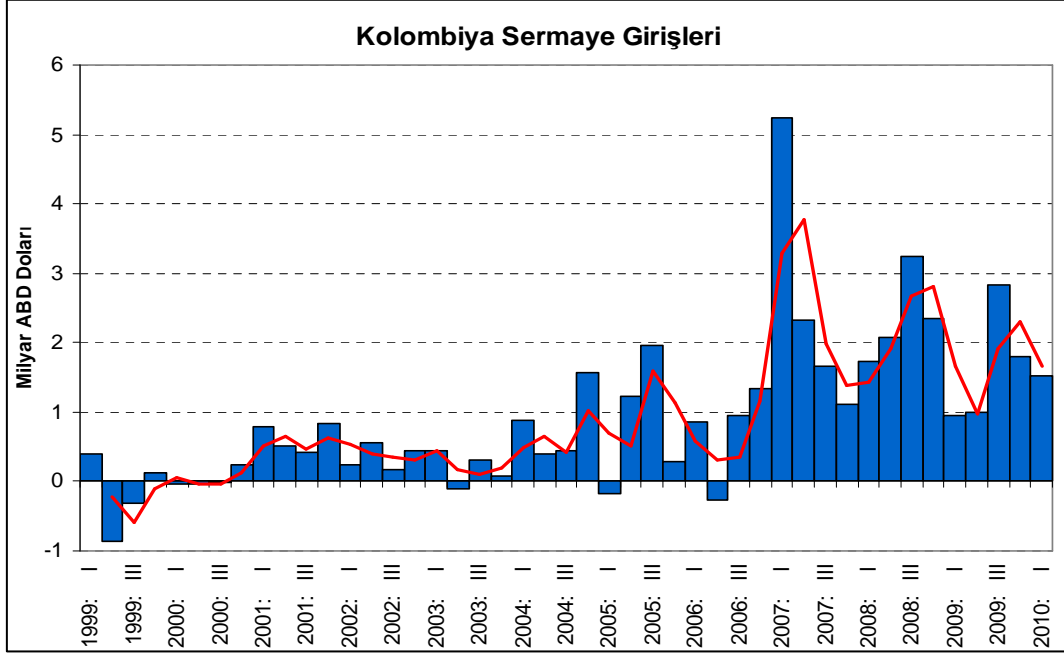
Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF

3.2.2. Kolombiya

Kolombiya, yüksek büyüme oranları ve görece yüksek faiz oranları nedeniyle 2006 yılı sonrasında başta doğrudan yatırım olmak üzere yüklü yabancı sermaye çekmiş (Şekil 3.3) ve bunun sonucunda para birimi peso değerlenmeye başlamıştır (Şekil 3.4). Kolombiya otoriteleri, sermaye akımları sonucunda oluşan bu değerlenmeye karşı çeşitli ekonomi politikalarını aynı anda uygulamışlardır. Öncelikle, döviz piyasasına sterilize edilmiş müdahalelerde bulunup, sonrasında uygulanan sermaye kontrollerini ve ihtiyatlı makroekonomik politikaları sıkılaştırmışlardır. Yabancı borçlanma ve portföy türü gelen sermaye akımlarının %40'ının Merkez Bankası'nda URR olarak tutulması şeklinde sermaye kontrolü uygulanmaya başlanmıştır. Ülkede tutulma zamanına göre değişmekle birlikte, fonlarını 6 aydan önce çekmesi durumunda uluslararası yatırımcı %1,6 ile %9,4 arasındaki oranlarda değişen bir cezaya maruz kalmaktaydı. Kontrollerin etrafından dolaşılmasını engellemek ve pesoya karşı alınan pozisyonu azaltmak amacıyla, bankaların brüt türev pozisyonları üzerine sermayelerinin %500'ünü geçmeme kuralı konulmuştur. Ancak, pesonun hem yerli hem de sınır ötesi piyasalarının büyük oyuncularını olan Kolombiya'nın büyük kurumsal yatırımcıları bu uygulamadan muaf tutulmuştur. Bu kontroller, kaldırılmadan önce birçok defa değiştirilmiştir. Öncelikle, yurtdışında çıkarılan hisse senetleri üzerindeki düzenleme kaldırılmıştır. Bu uygulama, yatırımcılar tarafından, ADRIların URR kısıtlaması olmadan ihraç edilebilmesini sağlamıştır. Sonrasında, halka arzlar üzerindeki URR kısıtlaması kaldırılıp, fonun erken çekimi sırasında uygulanacak ceza azaltılmıştır. Dış borçlanma düşmesine rağmen, kur üzerindeki değerlenme baskısı sürdüğü için URR oranı, Mayıs 2008'de %50'ye çıkarılmıştır. Kontrollerin yanından dolaşılmasını engellemek amacıyla gelen doğrudan yatırım üzerine 2 yıl kalma zorunluluğu getirilmiştir. Haziran 2008'de, bankaların türev ürün pozisyonları üzerindeki üst sınır az miktarda artırılırken, fonların erken çekimine uygulanacak ceza artırılmıştır. Sonrasında, döviz piyasasına yapılan müdahaleler sonucu ortaya çıkan likiditenin sterilize edilmesi süreci yüksek mevduat munzam karşılıkları konularak desteklenmiştir. Global krizin etkilerinin hissedilmeye başlamasıyla beraber, kontroller kaldırılma sürecine

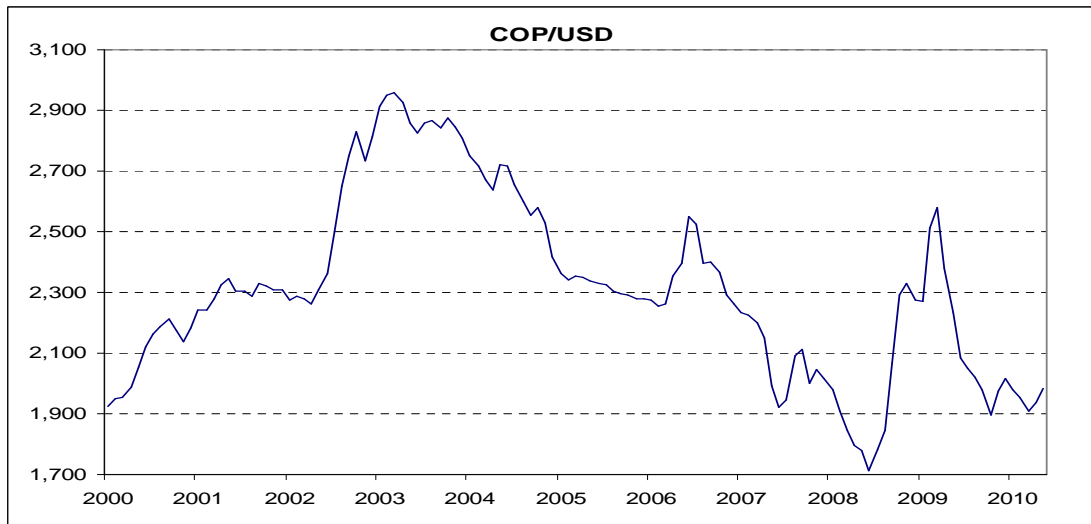
girmiştir. Eylül 2008'de, minimum kalma süresi uygulaması kaldırılmış ve hisse senetleri URR uygulamasından muaf kılınmıştır.

Brüt döviz pozisyonları üzerine konulan kısıtlamalar dışında, bütün sermaye kontrolleri Ekim 2008'de kaldırılmıştır (IMF, 2010).



Şekil 3.3 : Kolombiya Sermaye Girişleri

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF



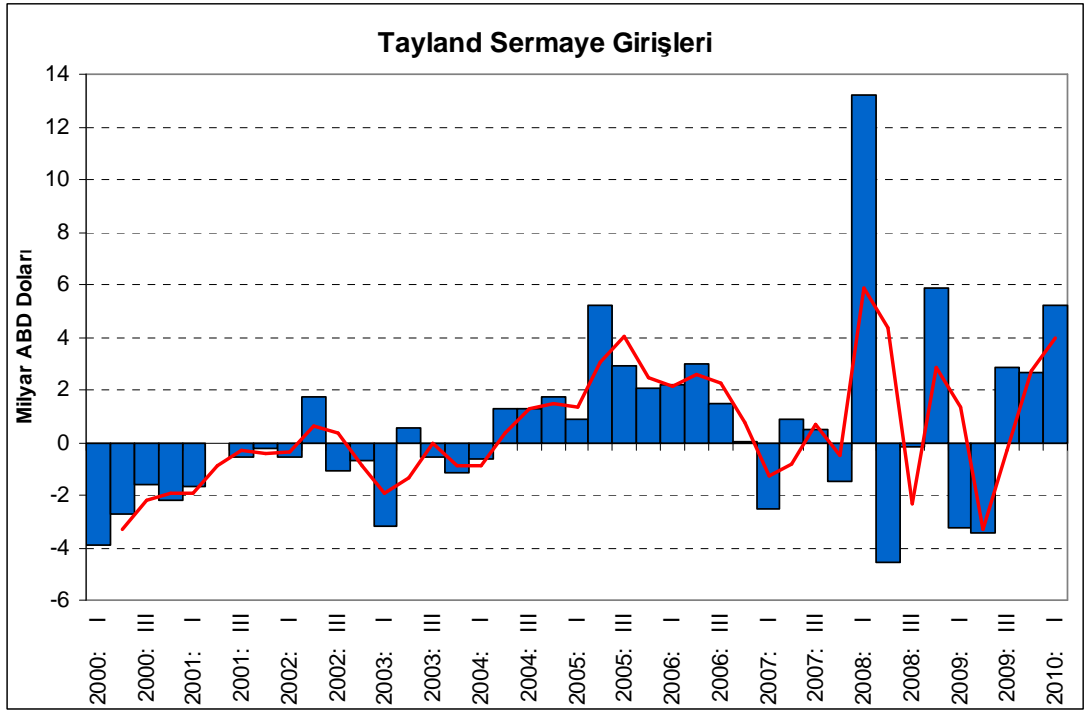
Şekil 3.4 : COP/USD'nin Gelişimi

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF

3.2.3. Tayland

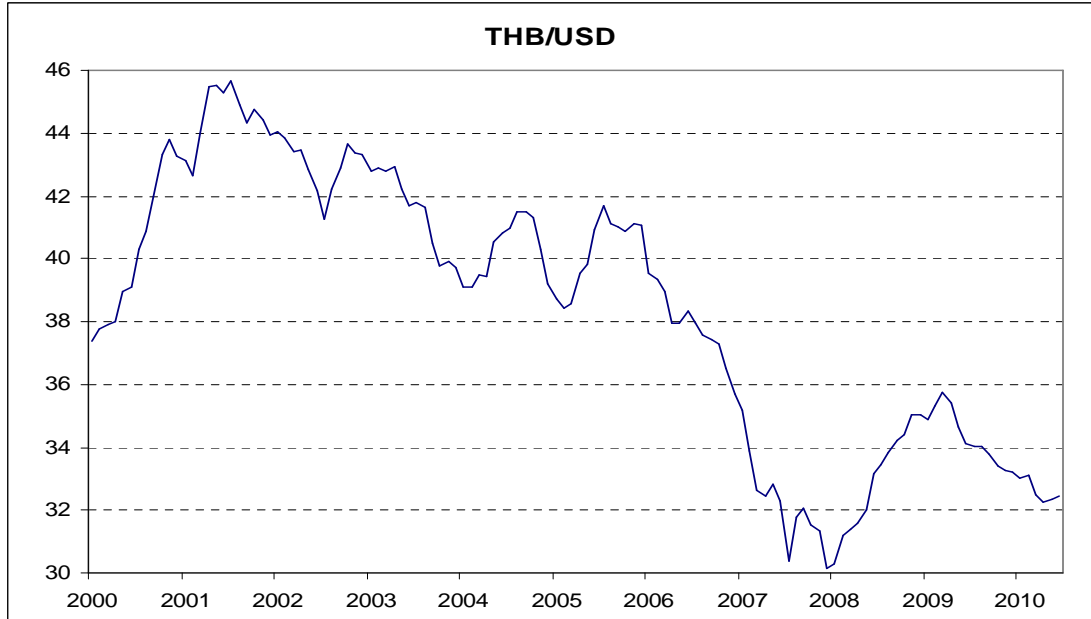
Yüksek hacimli sermaye girişleri (Şekil 3.5) ve bunun sonucunda Thai bahtının önemli oranda değerlenmesi (Şekil 3.6) 2006 yılında sermaye kontrollerinin konulmasına neden olmuştur. Değerli bahtın ekonominin uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkileyeceği kaygısı bu kontrollerde etkili olmuştur.

Bu kontrollerin ana unsuru, finansal kuruluşların \$20,000'ı geçen ve baht karşılığında döviz satın alınmasını veya değiştirilmesini gerektiren işlemlerde, dövizin %30'unun bloke edilmesi zorunluluğudur. 1 yılın sonunda fonun 1 yıldır Tayland'da tutulduğu ispatlanırsa, tüm tutar iade edilmektedir. Eğer tutar bir yıldan önce transfer edilmişse, bloke edilen tutarın sadece üçte ikisi iade edilir. Sonuç olarak, bu uygulamayla, bir yıldan daha az süre kalan sermayeye %10 oranında vergi konularak, karlılık açısından dezavantajlı duruma getirilmiştir. Bu kontrollerin tamamlayıcısı olarak, sermaye çıkışları üzerindeki kısıtlamalar da gevşetilmiştir. Böylelikle ekonomi otoriteleri yerleşiklerin yurtdışına yatırım yapmalarının önündeki engelleri kaldırarak net sermaye girişlerini etkilemeye çalışmışlardır. Bu uygulama da, kaldırılmadan önce birçok değişikliğe uğramıştır. Uygulamanın konulduğu gün, borsanın %15'lik düşüş göstermesi nedeniyle, hisse senetleri piyasasına giren sermaye uygulamadan muaf tutulmuştur. Sonrasında, politikanın ilgi konusu, sermaye girişlerine uygulanan kontrollerden, sermaye çıkışlarına konulan kısıtlamaların gevşetilmesine kaymıştır. Kontroller, 2008'in Mart ayında tamamen kaldırılmıştır (IMF, 2010).



Şekil 3.5 : Tayland Sermaye Girişleri

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF



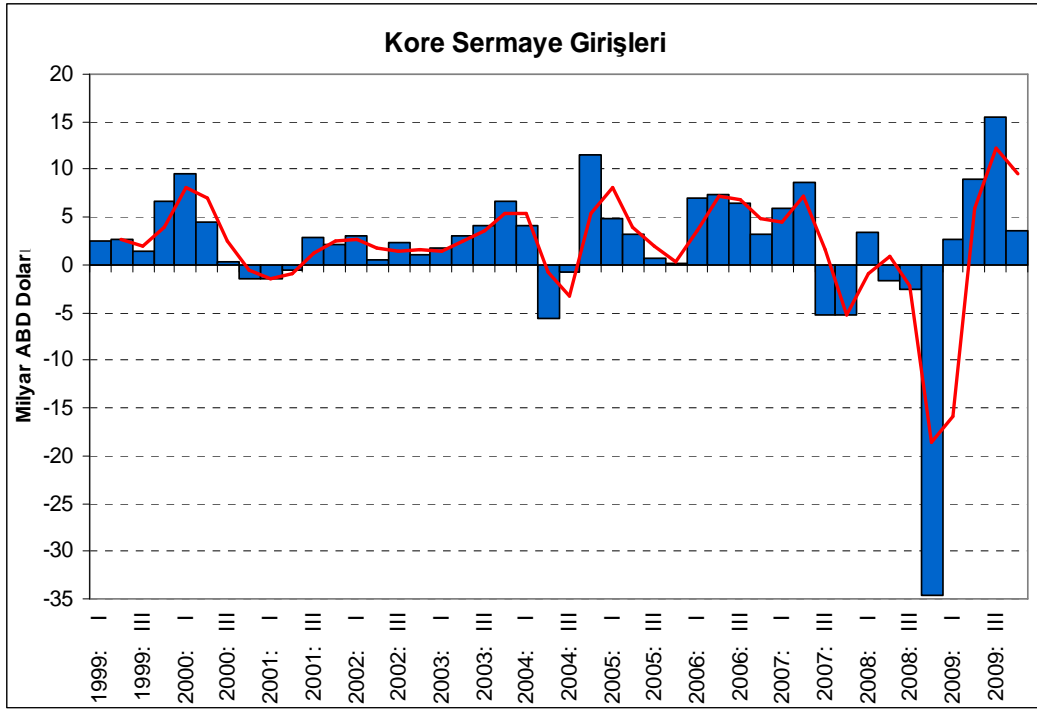
Şekil 3.6 : THB/USD'nin Gelişimi

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF

3.2.4. Kore

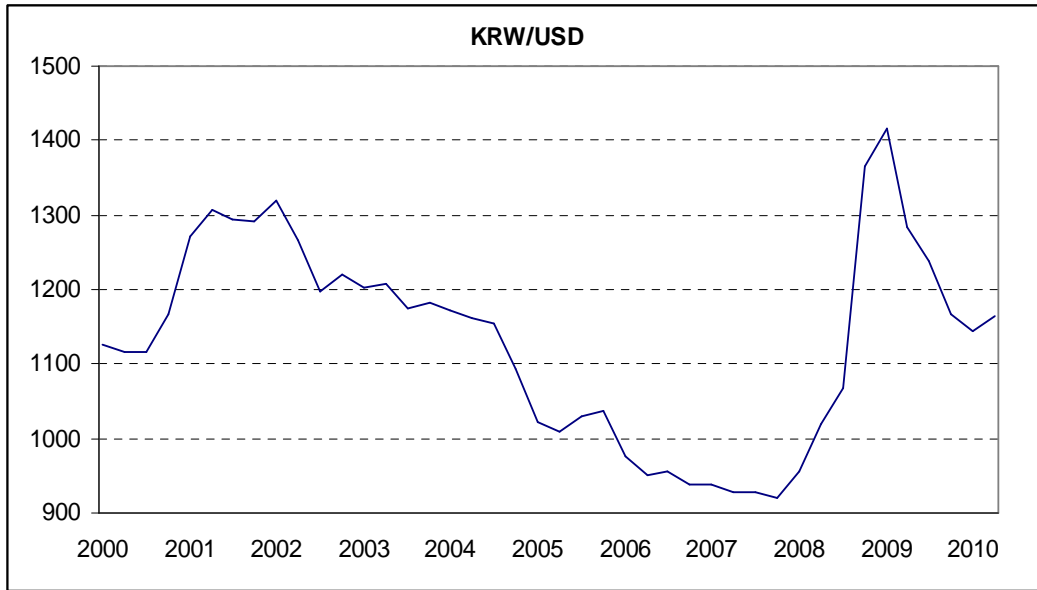
Kore, 2000 yılından itibaren yoğun sermaye girişlerine maruz kalmıştır (Şekil 3.7). Yabancı yatırımcılar istikrarlı ekonomik göstergeler, döviz piyasasının serbestleştirilmesi ve açık finansal piyasaların etkisiyle ülkeye olan yatırımlarını artırmışlardır. Artan sermaye girişi yerli paranın değerlenmesine neden olmuştur (Şekil 3.8). Kısa vadeli sermayenin önemli bir bölümü, yerli paranın değerleneceği beklentisiyle yabancı bankaların hedging operasyonları ve devlet tahvili piyasasına yaptıkları yatırımlar şeklinde ülkeye girmiştir. Ekonomi otoriteleri, ulusal paranın değerlenmesini engellemek ve finansal sektörün istikrarını sağlamak amacıyla parasal ve finansal düzenleme şeklinde önlemler almıştır. 2005'in son çeyreğinden itibaren faiz oranlarında yapılan artışlarla, enflasyonu dizginlemek ve varlık piyasalarındaki spekülasyon baskısını soğutmak amaçlanmıştır. Bankalara uygulanan yüksek likidite oranları yanında, yabancı bankaların ülke içindeki şubelerine de "Thin capitalization rules"⁶ adlı kurallar uygulanmaya başlanmıştır. Yabancı para işlemlerinin yönetiminde esnekliği artırabilmek amacıyla, 2006 yılında bankaların yabancı para pozisyonları %20'den %50'e artırılmıştır. Bununla beraber teslim zorunluluğu olmayan türdeki forward pozisyonları, 11 Ocak 2004 tarihindeki pozisyonun %110 oranı kadar sınırlanmıştır. Yerli para üzerindeki değerlenme baskısını azaltmak amacıyla, politika yapıcılar 2007 yılına kadar sermaye çıkışları üzerindeki birçok kontrolü kaldırarak sermaye çıkışlarını serbestleştirmişlerdir. Yerleşiklerin yurtdışında yapacakları yatırımlar üzerindeki kısıtlar kademeli olarak artırılmıştır. Mart 2006 ve Mayıs 2008 tarihlerinde, sırasıyla kişilerin yurtdışında doğrudan yatırım yapmaları ve emlak alımları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Aynı yıl içinde, belirli işlemlerin Kore makamlarınca onaylanma zorunluluğu kaldırılarak, işlemlerle ilgili sadece bildirim yapma zorunluluğu getirilmiştir. Böylece piyasa oyuncuları üzerindeki yük kaldırılmıştır. 2007 yılında, raporlama yükümlülüğü daha da gevşetilerek, yerleşik olmayanların won türünden borçlanmasının artırılması yönünde daha fazla özgürlük sağlanmıştır (IMF, 2010).

⁶ Bu kural, Kore'deki yabancı banka şubelerinin ödedikleri faizleri vergiden düşürme amacıyla başvurdukları borçlanma tutarlarına, sermayelerinin en fazla üç katı olacak şekilde limit koymaktadır.



Şekil 3.7 : Kore Sermaye Girişleri

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF



Şekil 3.8 : KRW/USD'nin Gelişimi

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF

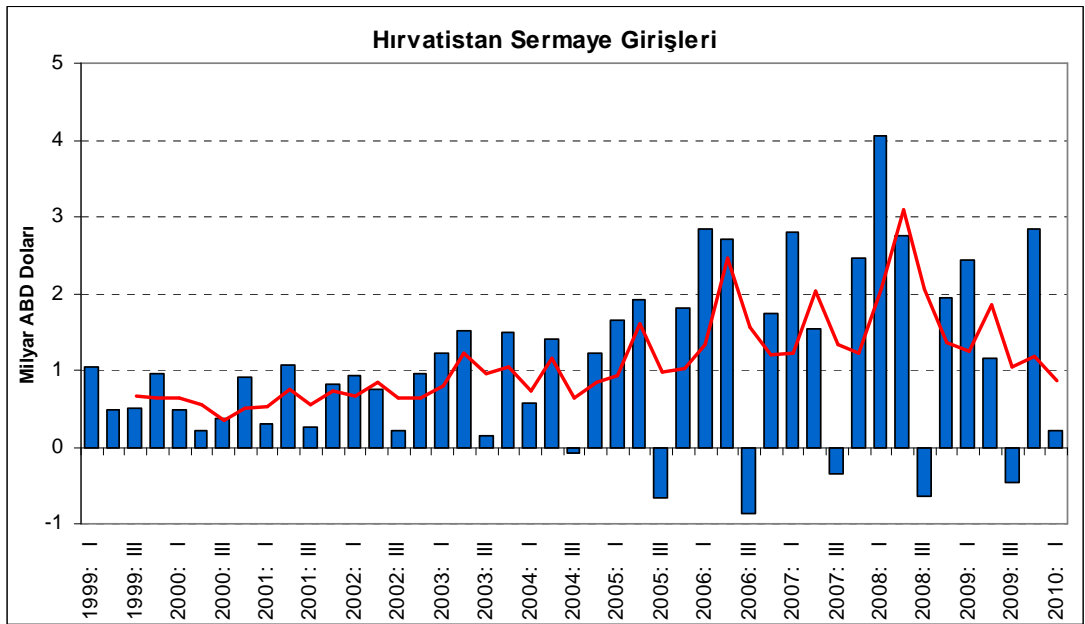
3.2.5. Hırvatistan

2000'li yılların başından itibaren sürdürülebilir ekonomik büyüme ve Avrupa Birliği'ne giriş süreci Hırvatistan'a yüklü miktarda sermaye girmesine neden olmuş (Şekil 3.9) ve para birimi değerlenmiştir (Şekil 3.10). Her ne kadar doğrudan yatırımlar sermaye girişlerinin önemli bir oranını oluştursa da istikralı döviz kuru ortamında bankaların dış borçlanması artmış ve bu durum yabancı para cinsinden hedge edilmemiş kredi patlamasına neden olmuştur.

Para otoriteleri finansal sektördeki kırılganlığı azaltmak amacıyla sermaye kontrolleri ve ihtiyatlı makro politikalardan oluşan bir politika bileşimi uygulamışlardır. 2004 sonrasında alınan önlemlerin amacı kredi genişlemesiyle beraber dış borçlanmayı engellemektir. Bu önlemler, yerli bankaların dış borçlanmayla sağladıkları likiditenin kurduğu 2008 yılının sonuna kadar uygulanmıştır. Aynı dönemde, politika uygulayıcıları bankacılık sektörünün gözetimini güçlendirmiştir.

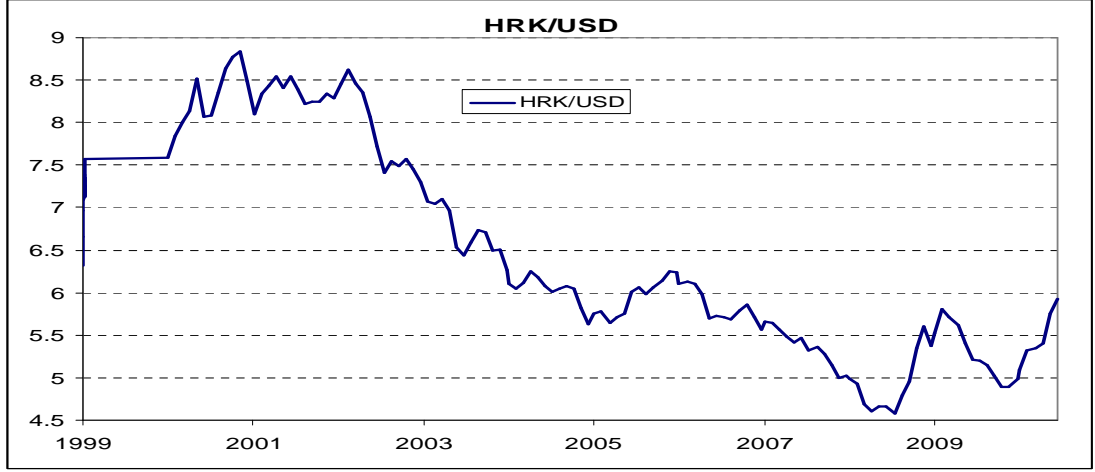
Hem kontrol hem de ihtiyatlı önlemler dış borçlanmanın ve iç borç vermenin maliyetini artırmıştır. Bankaların yeni dış borçlanması üzerinde marjinal rezerv yükümlülüğü (MRR) getirilip, bu oran kademeli olarak artırılmaya başlanmıştır. 2006 yılında, bu uygulamanın etrafından dolaşılmasını engellemek amacıyla bankaların borçlanma senetleri yoluyla sağladıkları sermaye üzerine %55 oranındaki özel rezerv zorunluluğu (SRR) getirilmiştir. Rezerv yükümlülük tutarlarının Merkez Bankası'ndaki özel hesaplarda tutulması kuralı konmuştur. Daha önce 2003 yılında uygulanan kredi kontrolleri, 2007 yılında tekrar uygulanmaya başlamıştır. Bu kontrollere göre 2008 yılında %75 oranı olarak belirlenen kredi büyüme oranını aşan bankalara limiti aşan tutarın %50'si kadar düşük getirili Merkez Bankası senedi satın alma zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca, bankaların kredi genişlemesi üzerine aylık %1 oranında limit konulmuştur. Her ne kadar genel rezerv yükümlülüğü aşamalı olarak Aralık 2008'deki %17 oranına düşürülse de, vadesine üç aydan daha az süre kalmış olan ürünler için uygulanan %32 oranındaki likidite oranı dövize endekslenmiş enstrümanlar için de uygulanmaya başlanmıştır. MRR ve SRR uygulamaları Ekim 2008'de kaldırılmıştır.

2006 yılında bankaların dış borçlanması düşmeye başlamış, kredi genişlemesi hız kaybetmiş ve dış borçlanma sonucu elde edilen kaynakların oranı düşmeye başlamıştır. MRR uygulamasının başlamasından sonra, Hırvat bankalarının yabancı bankalara borçlu olunan avans ve borç tutarlarında %10 oranında azalma olmuştur. SRR uygulaması sonrasında sermaye girişlerinde %20'ye yakın bir azalma olmuştur. Ayrıca, bu önlemler bankalar yoluyla yapılan aracılık faaliyetlerinde bir azalmaya neden olmuştur. Rezerve yükümlülüğünden kaçmak amacıyla, şirketler yurtdışından doğrudan borçlanmalarını artırmışlardır. Yüksek MRR yabancı bankaların Hırvatistan'daki kollarını borç finansmanı yerine, doğrudan yatırım sayılabilecek olan hisse senetleri yoluyla finanse etmesine neden olmuştur. Bu durum bankacılık sektörünün sermaye yapısını güçlendirmiştir ve sağlanan sermaye bankaların özel sektöre daha fazla kredi açmasına imkân vermiştir (IMF, 2010).



Şekil 3.9 : Hırvatistan Sermaye Girişleri

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF



Şekil 3.10 : HRK/USD'nin Gelişimi

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

MODEL

4.1. Panel Veri Analizi

Bu bölümdeki ekonometrik analizler panel veri yöntemiyle yapılmıştır. Panel veri analizinde zaman boyutuna sahip olan kesit serilerle analiz yapılmaktadır. Panel veri analizi, kesit seri veya zaman serisi analizlerine bir çok yönden üstünlük sağlar. Panel veri araştırmacıya fazla sayıda veri sağlayarak serbestlik derecesini artırır ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi azaltarak ekonometrik analizdeki tahminlerin etkinliğini artırır. Panel veri analizi yatay kesit veya zaman serisi analizi ile yapamayacağımız karmaşık analizlerin yapılmasını sağlar. Yatay kesit verisi ile yapılan tahminlerde sadece değişkenler arasındaki farklılıklar analiz edilebilirken, panel veri kullanılarak hem değişkenler arasındaki ilişkiyi hem de belirli bir değişkenin zaman içerisindeki değişimi analiz edilebilir (Hsiao, 2003).

4.1.1. Model Değişkenleri ve Veri

Bu çalışmada kullanılan veriler, IMF'nin Uluslararası Finansal İstatistikler (IFS) ile Dünya Bankası'nın Dünya Gelişme Göstergeleri (WDI) adlı veri tabanlarından ve ilgili ülkelerin Merkez Bankalarının internet sitelerinden toplanmıştır. Veriler yıllık olup, 1995-2009 arasındaki dönemi kapsamaktadır. Sermaye girişleri verisi çeyrek dönem olarak toplansa da, sonrasında diğer verilerle zaman uyumunu sağlamak için yıllık veriye çevrilmiştir. Sermaye girişi verileri IFS ve ilgili ülkelerin merkez bankalarından sağlanmış olup, ülkeler arası veri uyumunu sağlamak için finansal türev ürünlere ait sermaye giriş ve çıkış verileri toplama dahil edilmemiştir. Ükelere ait makroekonomik veriler WDI'den alınmıştır. Analizde kullanılan değişkenler aşağıdadır (Tablo 4.1).

TABLO 4.1. ÇALIŞMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER

CC	Sermaye Kontrolü
SG	Sermaye Girişleri
RKR	Reel Kur
IQ	Kurumsal Kalite
MC	Borsa Değerinin GSYİH'ye Oranı
DC	Yerli Kredi Hacminin GSYİH'ye Oranı
NR	Doğal Kaynak Gelirlerinin GSYİH'ye Oranı
CAB	Cari İşlemler Dengesinin GSYİH'ye Oranı

Çalışmada kullanacağımız modelin sembolik gösterimi

$CC = \alpha + \beta_1 * SG + \beta_2 * RKR + \beta_3 * IQ + \beta_4 * DC + \beta_5 * MC + \beta_6 * NR + \beta_7 * CAB + \varepsilon$ şeklindedir.

Modelde bağımlı değişken olarak kukla değişken kullanılmış olup ülkelerin sermaye kontrolü uygulamaya başladığı yıllar 1, kalan yıllar 0 olacak şekilde tanımlama yapılmıştır. Bağımlı değişkenin iki değerli değişken olması nedeniyle, panel logit modeli kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak ülkelerin sermaye girişi (SG), reel kur (RKR), kurumsal kalite (IQ), yerli kredi hacminin GSYİH'ya oranı (DC), borsa değerinin GSYİH'ye oranı (MC), cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranı (CAB) gibi ekonomik büyüklükler alınmıştır. Böylelikle bu değişkenlerdeki değişimin ülkenin sermaye kontrolü kararı almasındaki rolü analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu değişkenlerin seçiminde, Alfaro, Kalemli-Özcan ve Volosovych (2008), Lane ve Milesi-Ferretti (2003), Dell’Ariccia, Giovanni ve diğerleri (2008), Faria, André, ve Paolo Mauro (2004), Hutchison, Schindler ve Binici (2009) gibi iktisat yazınındaki çalışmalar baz alınmıştır.

Sermaye kontrolü uygulama kararının alınmasında birinci dereceden etkili olan değişken sermaye girişleri değişkenidir. 2000’li yıllar öncesinde kontrollerin amacı genellikle sermaye çıkışlarını önlemek yönünde olurken, sonrasında ara kazanç ticareti yoluyla yoğun şekilde sermaye girişleri yaşayan Brezilya, Güney Kore gibi gelişmekte olan ülkeler sermaye girişlerini engellemek veya en azından giriş hızını azaltmak amacıyla kontrollere başvurmuşlardır.

İkinci olarak, reel kur değişkeni modele konulmuştur. Ülkeler, sermaye girişlerinin para birimlerinde neden olduğu ani değişimleri engellemek amacıyla sermaye kontrollerine başvurabilmektedirler. Ülke

örneklerinden de görüleceği üzere, özellikle 2000 sonrasında konulan sermaye kontrollerinde para birimlerinde yaşanan değerlenmenin etkisi büyük olmuştur.

Üçüncü olarak, kurumsal kalite değişkeni modele konulmuştur. Mario ve Faria (2004) doğrudan yatırım ve portföy türü sermayenin belirleyici öğelerinden biri olarak kurumsal kalite değişkenini belirtmiştir. Zayıf kurumların mevcut olduğu ekonomiler, krize neden olabilecek türden finansmana daha fazla yönelerek yaşadıkları ekonomik krizlerin sıklığını ve büyüklüğünü arttırmaktadırlar. Böylelikle, sermaye girişleriyle baş edebilecek kalitede kurumsal yapısı olmayan ülkeler için sermaye kontrolleri daha geçerli bir seçenek haline gelir.

Dördüncü olarak, yerli finansal piyasaların büyüklüğü ve çeşitliliği de sermaye akımlarının büyüklüğünü etkiler. Burada, gösterge değişkenler olarak, yerli kredi hacmi ile hisse senetleri piyasası büyüklüklerinin milli gelire oranları alınmaktadır. Bu oranların yüksek olduğu ülkeler, finansal piyasalarında yabancı sermayeye istediği derinlik ve finansal ürün çeşitliliğini sağlayarak ekonomilerine yönelik sermaye hareketlerini artırır (Binici ve diğerleri, 2009).

Beşinci olarak, diğer bir bağımsız değişken ülkenin doğal kaynaklarının miktarıdır. Özellikle, doğrudan yatırım türü sermaye için ülkenin doğal kaynaklarının işletilmesi cazip bir yatırım olabilmektedir. Hausmann ve Fernández-Arias (2000), istatistiksel olarak çok önemli olmasa da, özellikle doğrudan yatırım türü sermaye ile ülkenin doğal kaynak zenginliği arasında pozitif bir ilişki bulmuştur.

Son olarak cari işlemler dengesinin milli gelire oranı bağımsız değişken olarak modele eklenmiştir. Ülkeler sermaye kontrolü kararı alırken cari işlemler dengesi belirleyici olabilmektedir. Bu oranın eksiye döndüğü durumda cari işlemler açığı oluşmaktadır. Yüksek cari işlemler açığı, sermaye hareketlerinde oluşabilecek daralmanın şiddetini artırmakta ve sonuçta ekonomide oluşacak olumsuz etkinin büyüklüğünü artırmaktadır

(Edwards, 2007). Bu nedenle, yüksek cari açık veren ülkeler sermaye girişlerini engellemek için kontroller uygulamakta zorlanabilirler.

4.1.2. Model Belirleme Testleri

Panel veri analizinde model kurulurken, sabit etki mi yoksa rassal etki özelliğinin mi kullanılacağına karar verilmelidir. Sabit etki, her bir grup içinde bağımsız değişkenlerle bağımlı değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz eder. Her grup içinde, gruba ait ve bağımsız değişkenleri etkileyebilecek özellikler mevcuttur. Sabit etkili modelleri kullandığımızda, gruba özgü bu özelliklerin bağımsız veya bağımlı değişkenleri etkilediğini kabul ederiz. Sabit etki ile zamandan bağımsız bu etkiler giderilmeye çalışılarak bağımsız değişkenlerin net etkisi doğru şekilde ölçülebilir. Sabit etkinin diğer bir özelliği, zaman unsurundan bağımsız grup spesifik bu özelliklerin birbirleriyle ilişkili olmamasıdır. Her grubun spesifik özelliklerini tanımlayan hata terimi ve sabiti birbirleriyle ilişkili değildir. Bu modelin dezavantajı, bağımlı değişkenleri etkileyen değişmez grup spesifik özellikleri analiz etmede kullanılamamasıdır. Sabit etkili model grup içi değişimleri analiz etmeye yöneliktir.

Sabit Etkili Model:

$$Y_{it} = \beta_1 * X_{it} + \alpha_i + \mu_{it}$$

- α_i (i=1.....n) her grup için bilinmeyen sabit terim (Grup spesifik)
- Y_{it} =Bağımlı değişken
- X_{it} =Bağımsız değişken
- β_1 =İlgili bağımsız değişkenin katsayısı
- μ_{it} = Hata terimi

Rastsal etki analizinde ise, sabit etki analizinin aksine, gruplar arasındaki değişimin rastsal olduğu, bağımsız veya bağımlı değişkenlerle ilişkisi olmadığı kabul edilir. Rassal etki analizinde, zaman boyutundan bağımsız grup özel değişkenler modelin içine koyulabilir. Sabit değişkenli modelde bu etkiler sabit katsayının içinde yer almaktadır.

$$Y_{it} = \beta_1 * X_{it} + \alpha + \mu_{it} + \epsilon_{it}$$

- ϵ_{it} (Grup özel hata terimi)

Rastsal etkili modelde grup özel hata teriminin bağımsız değişkenlerle ilişkisi olmadığı kabul edilmektedir. Böylelikle grup özel hata terimleri bağımsız değişkenler olarak modele dahil edilmektedir. Grup özel değişkenler ile ilgili problem, verilerinin bulunma problemidir. Bu durum, modelde eksik değişken hatasına neden olur (Torres-Reyna).

Analizde sabit etki modelinin mi yoksa rastsal etki modelinin mi kullanılacağına karar verirken “Hausmann spesifikasyon testi” kullanılmaktadır. Bu testte boş hipotez tercih edilen modelin rastsal etkiye sahip olduğu, alternatif modelin ise sabit etkiye sahip olduğudur. Burada test edilen, hata terimlerinin bağımsız değişkenlerle korelasyona sahip olup olmadığıdır. Boş hipotezde ilişkili olmadığı ileri sürülmektedir (Kennedy, 2003, s.306).

Öncelikle sabit etkili model sonuçlarını elde etmek için denklemin model tipi sabit etkili olarak belirlenmiştir (Tablo 4.2).

Sabit etkili model:

TABLO 4.2. SABİT ETKİLİ MODEL

CC	Coef.	Std.Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SG	0.00002	0.00002	0.95	0.34	-0.00002	0.00006
RKR	-0.01468	0.03999	-0.37	0.71	-0.09306	0.06371
MC	0.02348	0.01675	1.40	0.16	-0.00935	0.05632
DC	0.01732	0.05129	0.34	0.74	-0.08319	0.11784
IQ	0.08185	2.76218	0.03	0.98	-5.33192	5.49561
NR	0.33546	0.18266	1.84	0.07	-0.02255	0.69347
CAB	0.21620	0.09755	2.22	0.03	0.02501	0.40739

Sonrasında model tipi olarak Rastsal etki seçilmiştir (Tablo 4.3).

Rassal etkili model:

TABLO 4.3. RASTSAL ETKİLİ MODEL

CC	Coef.	Std.Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SG	0.00003	0.00001	2.18	0.03	0.000003	0.00006
RKR	-0.01881	0.02015	-0.93	0.35	-0.058307	0.02070
MC	-0.00425	0.00927	-0.46	0.65	-0.022408	0.01391
DC	0.00724	0.01319	0.55	0.58	-0.018617	0.03309
IQ	-1.21516	0.67654	-1.80	0.07	-2.541140	0.11083
NR	-0.02371	0.04137	-0.57	0.57	-0.104785	0.05737
CAB	0.11029	0.05214	2.12	0.03	0.008091	0.21248
_CONS	-1.05298	1.93675	0.54	0.59	-4.848933	2.74297

Bu iki modelin sonuçları alınarak Hausman spesifikasyon testi uygulanır (Tablo 4.4).

TABLO 4.4. HAUSMANN TEST SONUÇLARI

-----Coefficients-----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fixed	random	Difference	S.E.
SG	0.0000196	0.0000306	-0.0000111	0.000015
RKR	-0.014675	-0.018806	0.0041308	0.0345412
MC	0.0234832	-0.0042465	0.0277298	0.0139557
DC	0.0173246	0.0072364	0.0100882	0.0495611
IQ	0.0818473	-1.215155	1.2970020	2.678044
NR	0.3354626	-0.0237076	0.3591702	0.1779165
CAB	0.2162017	0.1102865	0.1059152	0.0824426
b=consistent under Ho and Ha; obtained from xtlogit				
B=inconsistent under Ha, efficient under Ho;obtained from xtlogit				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
$\chi^2 = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$ $= 10.6$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.1016$				

Hausman testi kriteri olarak Prob>chi2 değeri kontrol edilir. Prob>chi2 değeri 0.05 değerinden küçük olursa sabit etki modeli diğer durumlarda ise rastsal etki modeli kullanılır. Tablo 4.4'teki 0.1016 değeri 0.05 değerinden büyük olduğu için rastsal etki modeli kullanılacaktır. Modeldeki hata terimiyle bağımsız değişkenler arasında ilişki olmadığı sonucuna varılır.

Sonuç modelinin bulunması aşamasında ilk önce modelde kullanılan veri seti gecikmesiz olarak kullanılmıştır. Yani bağımsız değişkenlerin aynı zaman diliminde bağımlı değişkeni etkilediği varsayılmıştır. Model sonucuna göre, hiçbir değişkenin katsayısının istatistiksel olarak önemli olmadığı görülmektedir (Tablo 4.5).

TABLO 4.5. GECİKMESİZ MODEL

CC	Coef.	Std.Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SG	0.00001	0.00002	0.81	0.42	-0.00002	0.00005
RKR	-0.00044	0.01211	-0.04	0.97	-0.02418	0.02330
MC	-0.00264	0.00762	-0.35	0.73	-0.01757	0.01228
DC	0.00723	0.01035	0.70	0.49	-0.01306	0.02752
IQ	-0.99784	0.59286	-1.68	0.09	-2.15983	0.16415
NR	0.02053	0.03937	0.52	0.60	-0.05664	0.09769
CAB	0.01002	0.05372	0.19	0.85	-0.09527	0.11530
_CONS	-3.22432	1.28895	-2.50	0.01	-5.75062	-0.69802

Modelde kullanılan değişkenlerden sermaye girişi ve cari işlemler dengesi ve reel kur değişkenlerinin sermaye kontrolü kararına mevcut dönem verisiyle etkisinin sınırlı olduğu varsayılmıştır. Ülkelerin ekonomi yöneticilerinin sermaye kontrolü gibi uygulanması zor ve etkisi uzun sürede görülebilecek bir kararı ilgili değişkenin mevcut değerine bakarak alma ihtimalinin düşük olduğu varsayılmıştır. Bu nedenle, değişkenlerin farklı gecikmeli değerleri kullanılarak modelin değişik versiyonları denenmiştir. Sermaye girişi ve cari işlemler dengesi değişkenlerinin 4 gecikmeli değeri ve reel kur değişkeninin ise ekonomi politikalarının reel kurdaki değişimlere daha hızlı tepki vereceği varsayılarak 2 gecikmeli değeri kullanılarak farklı modeller denenmiştir.

4.1.3. Model Sonuçları

Model sonuçlarına bakıldığında, değişkenlerden sermaye girişi (SG) değişkeninin 1 gecikmeli ve cari işlemler dengesi (CAB) değişkeninin ise 3 gecikmeli değerinin istatistiksel olarak önemli olduğu görülmüştür. Kurumsal kalite (IQ) verisinin ise %90 güven aralığında istatistiksel olarak önemli olduğu belirlenmiştir. Diğer taraftan reel kur (RKR) değişkeninin ise istatistiksel olarak önemli olmadığı görülmektedir (Tablo 4.6).

Katsayısı pozitif olan sermaye girişi verisi beklenildiği gibi sermaye kontrolü kararını alınmasını etkileyen en önemli değişkenlerden biridir. Ülke yoğun şekilde sermaye girişine maruz kaldığında, bu girişin yerli ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini gidermek için sermaye kontrollerine başvurulur.

Cari işlemler dengesi ise sermaye kontrolleri kararının alınmasını etkileyen diğer önemli bir değişkendir. Cari işlemler açığı veren ülkelerin bu açığı finanse etmek için sermaye girişlerine ihtiyaçları vardır. Bu yüzden, yukarıda daha önce bahsedildiği gibi, sermaye kontrollerini uygulama ihtimali cari işlemler açığı veren ülkelerde daha azdır. Diğer taraftan, özellikle ihracata dayalı ekonomik yapılarıyla cari işlemler fazlası veren ülkelerde sermaye kontrollerine başvurma ihtimali daha yüksektir. Yüksek sermaye girişleri sonucunda reel kurun değerlendirilmesi gibi ihracatta rekabet güçlerini azaltacak durumları sermaye kontrolleriyle önlemeye çalışırlar.

Analiz sonucunda istatistiksel olarak önemli olduğu bulunan diğer bir değişken kurumsal kalite değişkenidir. Bu değişkeninin katsayısı negatif olup, kurumsal kalitenin artmasının sermaye kontrollerine başvurma ihtimalini azalttığı sonucuna varılmaktadır. Zayıf kurumsal yapılar ülkenin krize neden olabilecek türden finansman türlerine yönelmesine neden olur. Bu durum, ülkenin yaşayacağı ekonomik krizlerin sıklığını ve şiddetini artırır. Ayrıca, zayıf kurumsal yapılar ülkenin dış yükümlülük yapısını doğrudan düzeltmeye yönelik önlemlerin etkinliğini azaltır (Mario ve Faria, 2004). Kurumsal kalitenin artması ülkenin yoğun katı sermaye kontrolleri dışında, ihtiyatlı önlemlerle sermaye girişlerine karşı koymasına imkan sağlar.

TABLO 4.6. MODEL SONUÇLARI

CC	Coef.	Std.Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SG	0.00003	0.00001	2.18	0.03	0.000003	0.00006
RKR	-0.01881	0.02015	-0.93	0.35	-0.05831	0.02070
MC	-0.00425	0.09266	-0.46	0.65	-0.02241	0.01391
DC	0.00724	0.01319	0.55	0.58	-0.01862	0.03309
IQ	-1.21516	0.67654	-1.80	0.07	-2.54114	0.11083
NR	-0.02371	0.04137	-0.57	0.57	-0.10479	0.05737
CAB	0.11029	0.05214	2.12	0.03	0.00809	0.21248
CONS	-1.05298	1.93675	-0.54	0.59	-4.84893	2.74297

4.2. Olay İnceleme Yaklaşımı

Olay inceleme yaklaşımının ilk kullanımı şirket finansı alanında olmuştur. Şirket birleşmeleri veya hisse senetlerinin halka arzı gibi çok sıklıkla rastlanmayan olayların şirketle ilgili değerlendirme işlemlerinde etkisini ölçmek için kullanılmaya başlanılan bir yöntemdir. Her ne kadar bu olayların etkisi çeşitli yöntemler kullanılarak ölçülebilse de, deneysel finans yazını şirketle ilgili önemli bir olayda, şirket değerinde meydana gelen normal üstü getirilerin dağılımını olay inceleme yaklaşımıyla ölçmektedir (De Jong, 2007).

Fatum ve Hutchison (1999) ise olay inceleme yaklaşımını döviz kuruna yapılan müdahalelerin etkinliğini ölçmek amacıyla kullanmıştır. Yaptıkları çalışmada döviz kuruna yapılan müdahalelerin kısa dönemde etkili olduğunu göstermişlerdir. Döviz kurlarına yapılan müdahalelerin günlük bazda yapılan olayların toplamı olarak görüldüğünde, bu müdahalelerin etkin olduğu görülmüştür. Ancak, bu etkilerin standart zaman serisi analizlerinde gözden kaçtığı belirtilmiştir.

Sonuç olarak, olay inceleme yaklaşımı özellikle zaman içinde belirli dönemlerde yoğunlaşan ve sadece bir ya da birkaç kez gerçekleşen finansal olaylar için uygun bir yöntemdir. Bu yöntemde incelenecek olay ya da olaylar belirlenmekte, ardından her bir olay diğerinden bağımsız olarak ve kendi dönemi içinde incelenmektedir.

Olay inceleme yaklaşımının ilk ve en önemli aşaması, olayların tanımlanma aşamasıdır. İncelemeye konu olacak her bir olay tanımlanmakta, olayın öncesi ve sonrasında olayın etkilerinin inceleneceği dönemler belirlenmektedir. Her bir olayın öncesi, kendisi ve sonrasını kapsayan dönem ise olay penceresi olarak adlandırılmaktadır. Olay, olayın öncesi ve sonrası tanımlandıktan sonra, her bir olay diğerinden bağımsız olarak incelenmekte ve belirlenen kriterlere göre olay başarılı veya başarısız olarak sınıflandırılmaktadır (Ağcaer, 2003).

4.2.1. Olayların Tanımlanması

Finansal olayların bir bölümü zaman içinde bir ya da birden fazla kez tekrarlanmakta ve bu gibi durumlarda her biri kendi başına bir olay olarak tanımlanmaktadır. Örneğin iki şirketin birleşmesi ya da bir şirketin iflası zaman içinde sadece bir kez tekrarlanacağından her biri tek başına bir olay olarak tanımlanabilir (Ağcaer, 2003).

Benzer şekilde bu çalışmada etkinliği araştırılan sermaye kontrolleri de zaman içinde belirli dönemlerde yoğunlaşan ve sadece bir ya da birkaç kez gerçekleşen finansal olaylar grubundadır. Olaylar tanımlanırken zaman pencereleri birbirine geçen olaylar tek bir olay olarak tanımlanmıştır.

4.2.2. Olay Penceresinin Tanımlanması

Olay penceresi tek bir olayı, olay öncesi dönemi ve olay sonrası dönemi kapsamaktadır. Olay öncesi ve sonrası dönemin tanımlanması da en az olayın tanımlanması kadar önemlidir. Sermaye kontrolünün belirlenen değişkenler üzerinde etkili olup olmadığına ilişkin analiz, olay öncesi ve sonrasındaki iki döneme ait verilerin karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Analizde kullanılan veri, 2002-2009 arasındaki dönemi kapsamakta olup, çeyrek dönemlidir. Her bir olay için, olay öncesi ve sonrasında 4'er ve 8'er çeyrek dönemler olmak üzere 2 olay penceresi tanımlanmaktadır. 12 ülkeye ait 13 olay tanımlanmış olup bu olayların gerçekleşme tarihleri aşağıdadır (Tablo 4.7).

TABLO 4.7. ÜLKELERİN KONTROL UYGULAMAYA BAŞLAMA DÖNEMLERİ

Ülke	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Arjantin				Ç2				
Brezilya							Ç1	
Endonezya			Ç1					
Filipinler						Ç2		
Hırvatistan			Ç3					
Hindistan			Ç1					
Kolombiya			Ç4			Ç2		
Kore			Ç1					
Meksika					Ç1			
Romanya			Ç3					
Rusya			Ç3					
Tayland					Ç4			

Kaynak: Kokeyne ve diğerleri (2010), IMF Küresel Finansal İstikrar Raporu

4.2.3. Başarılı Olayın Tanımlanması

Olay inceleme analizlerinde başarılı olaylar farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Örneğin döviz kuruna müdahalelerinin etkisini inceleyen olay inceleme analizlerinde başarılı olay, eğer müdahale kurun mevcut yönüne ters yönlü yapılıyorsa, kurun müdahale öncesindeki yönünü tersine çeviren ya da hızını azaltan müdahaleler olarak tanımlanmıştır (Fatum ve Hutchison,1999). Bu çalışmada çift örnekli ortalama testi ile, olay öncesi ve sonrasında önce 4, sonrasında 8 çeyrek dönemlik veriler kullanılmış olup, belirtilen dönemler arasında ortalama açısından istatistiksel olarak önemli bir değişim olup olmadığı analiz edilmeye çalışılmıştır.

4.2.4. Olayların Analizi

Tablo 4.8'de olay yaklaşım analizinin sonuçları yer almaktadır. Ortalama karşılaştırma analizinin sonuçlarına göre, sermaye kontrollerinin sermaye girişlerinin ortalamasını arttırdığı olay sayısı ile azalttığı olay sayısı eşit olsa da, sonuçlar istatistiksel olarak önemli değildir. Sonuç olarak kontroller sermaye girişlerinin ortalamasını değiştirememektedir.

Cari işlemler dengesinin ortalamasını artırma veya azaltma şeklinde etkileme bakımından, 1 yıllık dönemde 13 olaydan 2'sinde başarı sağlanırken, 2 yıllık dönemde ise 13 olaydan 4'ünde başarı sağlanmıştır. Cari işlemler dengesine kontrollerin etkisinin çok sınırlı olduğu görülmektedir.

Nominal kurun ortalamasını etkileme bakımından, 1 yıllık dönemde 13 olaydan 9'unda ulusal para birimleri değerlendirilmesine devam ederken, 2 yıllık dönemde ise 13 olaydan 11'inde ulusal para birimlerindeki değerlendirilme devam etmiştir. Bu sonuç sermaye kontrolü yazınında belirtildiği üzere kontrollerin reel kurlardaki değerlendirilmesini engelleyemediği görüşünü desteklemektedir. Bu durum sermaye girişlerinin azalmadığı bir durumda bu beklenen bir sonuçtur.

TABLO 4.8. OLAY YAKLAŞIM ANALİZİ SONUÇLARI

ORTALAMA KARŞILAŞTIRMA TABLOSU						
	SG		CAB		KUR	
	1	2	1	2	1	2
BREZİLYA	X(-)	X(-)	X(-)	√(-)	X(+)	X(-)
ARJANTİN	X(+)	√(+)	√(+)	X(-)	X(+)	√(+)
KOLOMBİYA-1	X(-)	X(+)	X(-)	X(-)	√(-)	√(-)
KOLOMBİYA-2	X(-)	X(-)	X(-)	√(-)	√(-)	X(-)
RUSYA	X(+)	X(+)	X(+)	√(+)	√(-)	√(-)
TAYLAND	X(-)	X(-)	√(+)	X(+)	√(-)	√(-)
HİNDİSTAN	X(+)	X(+)	X(-)	X(-)	X(-)	√(-)
ENDONEZYA	X(+)	X(+)	X(-)	X(-)	√(+)	√(+)
KORE	X(-)	X(-)	X(+)	X(+)	X(-)	√(-)
ROMANYA	X(+)	X(+)	X(-)	√(-)	√(-)	√(-)
HIRVATİSTAN	X(+)	X(+)	X(+)	X(-)	X(-)	√(-)
MEKSİKA	X(-)	X(-)	X(-)	X(-)	√(+)	X(-)
FİLİPİNLER	X(+)	X(-)	X(-)	X(-)	√(-)	√(-)

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ekonomi teorisindeki imkansız üçleme hipotezinde belirtildiği üzere, bir ekonomide aynı anda serbest sermaye piyasaları, bağımsız para politikası ve denetimli döviz kuru sistemi uygulanamaz. Serbest sermaye piyasalarının olduğu bir ekonomide, bağımsız para politikasıyla enflasyon, büyüme gibi iç ekonomik dengeleri sağlamaya çalışan ekonomi otoriteleri döviz kurlarında ekonominin rekabet gücünü azaltacak hareketlere neden olabilir. Bağımsız para politikasıyla iç ekonomik dengeleri sağlamaya çalışan, denetimli kur yapılarıyla ihracata dayalı ekonomilerinin rekabet gücünü korumaya çalışan ülkeler için sermaye kontrolü uygulamak, sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde öncelik haline gelmektedir. Yoğun sermaye girişlerine maruz kalan ülkeler, para birimlerinin değerlenmesi, kredi hacminin genişlemesi, finansal varlıklarında balon oluşması gibi çeşitli ekonomik problemlere maruz kalmaktadır. Bu nedenle, özellikle gelişmekte olan ülkeler son dönemde sermaye girişlerinin ekonomilerinde neden olduğu olumsuz etkilerden kurtulmak için bazı sermaye kontrollerine başvurmaya başlamışlardır.

Ancak, yazın çalışmasında belirtildiği gibi, yapılan kontrollerin makroekonomik sonuçlarını analiz etmek amacıyla üzerinde görüş birliğine varılmış teorik bir alt yapı yoktur. Farklı zaman dilimlerinde ve ülkelerde uygulanan kontroller arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Kontrollerin uygulamasında başarının ne olup olmadığı konusunda bir mutabakat yoktur. Bu çalışmada, ülkelerin sermaye kontrollerine başvururken hangi değişkenlerin daha etkili olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. Panel veri logit analiziyle yapılan çalışmada, 1995-2009 arasındaki veriler kullanılmış olup, sermaye kontrollerini uygulamış 12 ülkenin sermaye kontrollerine başvurduğu olaylar analize katılmıştır. Analiz sonuçlarına göre sermaye kontrolü kararı alırken sermaye girişi, cari işlemler dengesi ve kurumsal

kalite değişkenleri etkili olmaktadır. Sermaye girişleri ve cari işlemler dengesindeki artışlar sermaye kontrollerine başvurma ihtimalini arttırırken, kurumsal kalitedeki artış ise bu ihtimali düşürmektedir. Reel Kur değişkeni ise istatistiksel olarak önemli olmamaktadır. Bu durum Türkiye gibi cari işlemler açığı veren ülkeler için sermaye kontrolü uygulamayı zorlaştırabilir. Bunun yanında, ihracata dayalı ekonomik yapıları ile cari açık vermeyen Brezilya, Kore gibi ülkeler bu kararı alırken daha az kısıt hissedecektir.

Analizin ikinci kısmında ise olay inceleme yaklaşımı ile sermaye kontrollerinin sermaye girişi, cari işlemler dengesi ve reel kur değişkenlerinin ortalamasını ne yönde etkilediği analiz edilmiştir. Kontrollerin sermaye girişi ve cari işlemler dengesi değişkenlerini pek çok olayda etkilemediği sonucuna varılmıştır. Bununla beraber, pek çok olayda sermaye kontrollerine rağmen durdurulamayan sermaye girişleri nedeniyle reel kurların değerlenmeye devam ettiği görülmüştür. Bu durum özellikle sermaye kontrollerine başvururken belirlenen amaçlara ters düşmektedir.

Her ne kadar sonuçlar genel olarak sermaye kontrollerinin başarısı konusunda az kanıt sunsa da, sorun sermaye kontrollerinin tamamen etkisizliğinden ziyade IMF'nin politika yazılarında belirtildiği üzere bu kontrollerin ekonominin ihtiyaçlarına uygun olarak ihtiyatlı politikalarla birlikte bir paket halinde nasıl uygulanabileceği olabilir. Bu sorunun ortaya daha net konması yeni akademik çalışmaların ve sermaye kontrolü uygulamaları için iyi bir başlangıç noktası olabilir.

KAYNAKÇA

- Ağcaer, A. (2003). Effectiveness of Turkish Republic Central Bank Interventions under the Floating Exchange Rate Regimes. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Alfaro, L., Kalemli-Özcan, Ş. ve Volosovych, V. (2008). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. Erişim: Eylül 2010, *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347–368. <http://ideas.repec.org/a/tpr/restat/v90y2008i2p347-368.html>
- Altinkemer, M. ve Ekinci, N. K. (1992). “Capital Account Liberalization: The Case of Turkey”. Erişim: Ekim 2010, TCMB Tartışma Tebliği. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/9210eng.pdf>
- Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Ötker-Robe, İ., Canales-Kriljenko, J. I. ve Kirilenko, K. (2000). “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”. Erişim: Kasım 2010, IMF Özel Durum Çalışması, 190. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm>
- Athukorala, P-C, ve Rajapatirana, S. (2003). “Capital Inflows and the Real Exchange Rate: Comparative Study of Asia and Latin America”. Erişim: Eylül 2010, Research School of Pacific and Asian Studies Çalışma Tebliği. <http://ideas.repec.org/p/pas/papers/2003-02.html>
- Baba, C., Kokenyne, A. ve Habermeier, K. (2011). “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows”. Erişim: Kasım 2010, IMF Personel Pozisyon Notu, Washington. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf>
- Balin, J. B. (2008). “India’s New Capital Restrictions: What Are They, Why Were They Created, and Have They Been Effective?”. Erişim: Ağustos 2010, John Hopkins Üniversitesi Çalışma Tebliği. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1476002
- BIS (2010). Post-crisis Challenges in Emerging Market Economies, 80. Yıllık Raporu (4.bölüm). Erişim: Temmuz 2010, Basel. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2010e4.pdf>

- Binici, M., Hutchison, M. M. ve Schindler, M. (2009). Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows. Erişim: Haziran 2010, *Journal of International Money and Finance*.
<http://people.ucsc.edu/~hutch/IMF%20Working%20Paper%20wp09-208%20September%202009.pdf>
- Cardenas, M. ve Barrera, F. (1997). On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s. Erişim: Haziran 2010, *Journal of Development Economics*, 54(1), 27-57. <http://ideas.repec.org/a/eee/deveco/v54y1997i1p27-57.html>
- Cardoso, E. ve Goldfajn, I. (1998). "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls". Erişim: Eylül 2010, *IMF Personel Pozisyon alışması*, 45(1), 161–202.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97115.pdf>
- Clements, B. J. ve Kamil, H. (2009). "Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia". Erişim: Kasım 2010, IMF alışma Tebliği, No. 09/30.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0930.pdf>
- ulha, A. A. (2006). "Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey". Erişim: Temmuz 2010, Central Bank Review, TCMB.
<http://www.tcmb.gov.tr/research/cbreview/july06-2.pdf>
- De Gregorio, J., Edwards, S. ve Valdes, R. (2000). "Controls on Capital Inflows: Do They Work?". Erişim: Haziran 2011, *Journal of Development Economics*, October, 63(1), 59-83.
<http://www.nber.org/papers/w7645.pdf>
- Dell'Ariccia, G., Di Giovanni, J., Faria A., Kose A., Mauro, P., Ostry, J. D., Schindler, M. ve Terrones, M. (2008) "Reaping the Benefits of Financial Globalization". Erişim: Kasım 2011, IMF zel Durum alışması, 264.
<http://www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.html>
- De Jong, F. (2007). Event Study Methodology. Tilburg. Erişim: Eylül 2011, <http://www.tilburguniversity.edu/research/institutes-and-research-groups/center/staff/dejong/preprints/eventstudies.pdf>
- Dooley, M. P. (1996). "A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions". Erişim: Eylül 2010, IMF Personel Pozisyon Notu. 43, 639–87.
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/3867365.pdf?acceptTC=true>
- Edison, H., ve Reinhart, C. (2001). Stopping Hot Money. Erişim: Eylül 2011, *Journal of Development Economics*, 66(2), 53.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304387801001730>

- Edwards, S. (2007). Capital controls, capital flow contractions, and macroeconomic vulnerability. Erişim: Temmuz 2011, *Journal of International Money and Finance*, 26(5), 814-840.
<http://www.nber.org/papers/w12852.pdf>
- Fatum, R. ve Hutchison, M. (1999). "Is Intervention a Signal of Future Monetary Policy? Evidence from the Federal Funds Futures Market". Erişim: Ekim 2011, EPRU Çalışma Tebliği.
<http://www.jstor.org/stable/2601139>
- Fatum, R. ve Hutchison, M. (1999). "Is Sterilized Foreign Exchange Intervention Effective After All?". Erişim: Kasım 2011, EPRU Çalışma Tebliği.
<http://www.econ.ku.dk/epru/files/wp/wp9909.pdf>
- Fatum, R. (2000). "On the Effects of Sterilized Foreign Exchange Intervention". Erişim: Kasım 2011, Avrupa Merkez Bankası Çalışma Tebliği. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp010.pdf>
- Fan, E. X. (2004). "A Note on Dual/Multiple Exchange Rates". Erişim: Kasım 2011, ERD Policy Brief No.26, Asya Kalkınma Bankası. http://www.adb.org/Documents/EDRC/Policy_Briefs/PB026.pdf
- Faria, A. ve Mauro, P. (2004). "Institutions and the External Capital Structure of Countries". Erişim: Ekim 2010, IMF Çalışma Tebliği No. 04/236.
<http://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v28y2009i3p367-391.html>
- Hausmann, R. ve Fernández-Arias, E. (2000). "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?". Erişim: Ekim 2011, Inter-Amerika Kalkınma Bankası Araştırma Bölümü Çalışma Tebliği No.416.
<http://ideas.repec.org/p/idb/wpaper/4203.html>
- Helleiner, G. K. (1990). "Capital Account Regimes And The Developing Countries". Erişim: Temmuz 2011, IMF issues.
<http://r0.unctad.org/p166/modules2001/mod4/Helleiner.pdf>
- Higgins, M. ve Klitgaard, T. (1998). Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow. Erişim: Ağustos 2011, *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY.
http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci4-13.pdf
- Holman, J. A. (2001). "Is The Large U.S. Current Account Deficit Sustainable?". Erişim: Ocak 2012, Economic Review, Kansas FED.
<http://www.kansascityfed.com/PUBLICAT/ECONREV/PDF/1q01holm.pdf>
- Hsia C. (2003). Analysis of Panel Data. Cambridge: Cambridge University Press.

- Johnston, B. R. ve Tamirisa, N. T. (1998) "Why Do Countries Use Capital Controls?". Erişim: Temmuz 2011, IMF alışma Tebliği 98-181. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98181.pdf>
- Kennedy, P. (2003). A Guide to Econometrics (5th edition). Massachusetts: The MIT Press.
- Kokeyne, A., Nowak, S., Psalida, E. ve Sun, T. (2010). Global Liquidity Expansion: Effects on Receiving Economies And Policy Response Options. Erişim: Ekim 2010, IMF Küresel Finansal İstikrar Raporu. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/chap4.pdf>
- Lane, P. R. ve Milesi-Ferretti, G. M. (2003). "International Financial Integration". Erişim: Kasım 2010, IMF Personel alışmaları, 82–113. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0386.pdf>
- Magud, N., Reinhart, C. ve Rogoff, K. (2007). "Capital Controls: Myth and Reality, A Portfolio Balance Approach to Capital Controls". Erişim: Temmuz 2011, Federal Reserve Bank of San Francisco alışma Tebliği. <http://ideas.repec.org/p/ore/uoecwp/2006-10.html>
- Miles, W. (2004). Effectiveness of Capital Controls: the Case of Brazil. Erişim: Ekim 2010, *Review of Development Economics*, 8(1), 68–80. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467961.2004.0220.x/pdf>
- Milesi-Ferretti, G. M. ve Tille C. (2010). The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis. Erişim: Temmuz 2011, *Economic Policy*. <http://ideas.repec.org/p/gii/giihei/heidwp18-2010.html>
- Montiel, P. ve Reinhart, C. M. (1999). Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s. Erişim: Kasım 2011, *Journal of International Money and Finance*, 18, 619-635. <http://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v18y1999i4p619-635.html>
- Neely, C. J. (1999). An Introduction to Capital Controls.. Erişim: Ekim 2011, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, November/December 1999, 81, 6. <https://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf>
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeir, K., Chamon, M., Qureshi, M. S. ve Reinhardt, D. B. S. (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls". Erişim: Eylül 2011, IMF Personel Pozisyon Notu, SPN/10/04. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M. S., ve Kokenyne, A. (2011). "Managing Capital Inflows: What Tools to Use". Erişim: Ağustos 2010, IMF Personel Pozisyon Notu, 11/06. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>

- Torres-Reyna, O., Panel Data Analysis Fixed & Random Effects.
<http://dss.princeton.edu/training/Panel101.pdf>
- Portes, R. ve Rey, H. (2005). The Determinants of Cross-Border Equity Flows. Erişim: Kasım 2010, *Journal of International Economics*, 65, 2, 269–96.
<http://ideas.repec.org/a/eee/inecon/v65y2005i2p269-296.html>
- Rajan, R. S. ve Noy, I. (2008). Capital Controls. Princeton Encyclopedia of the World Economy. Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, C. ve Magud, N. (2006) “Capital Controls: An Evaluation”. Erişim: Temmuz 2010, NBER Çalışma Tebliği, 14097, 1-40.
<http://www.nber.org/papers/w11973>
- Rodrik, D. (2006) “The Social Cost Of Foreign Exchange Reserves”. Erişim: Eylül 2010, NBER Çalışma Tebliği, No.11952.
<http://www.nber.org/papers/w11952>
- Siourounis, G. (2003). “Capital Flows and Exchange Rates: An Emprical Analysis”. Erişim: Kasım 2010, London Business School Çalışma Tebliği, 400. <http://ideas.repec.org/p/uop/wpaper/00028.html>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2002). The Impact of Globalization on the Turkish Economy. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dönemsel Veriler. Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması. Ankara.
- Tobin, J. (1978). A Proposal for International Monetary Reform. Erişim: Eylül 2011, *Eastern Economic Journal*, 4, 154-159.
<http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p04b/p0495.pdf>
- Unsal, D. F. “Capital Flows and Finansal Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses”. Erişim: Ekim 2011, IMF Çalışma Tebliği.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11189.pdf>
- Yeldan, E. (2001). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi. Ankara: Bilkent Üniversitesi.

EKLER

SG ORTALAMA KARŞILAŞTIRMA SONUÇLARI				
	BREZİLYA-1 YIL		BREZİLYA-2 YIL	
	Mean Test		Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken	1. Değişken	2. Değişken
Mean	21693.5895	2310.6725	15286.59525	1.19E+04
Variance	108467760.4	3.75E+08	143549720.1	2.88E+08
Observations	4	4	8	8
Pearson Correlation	0.418993697		0.155799039	
Hypothesized Mean Difference	0		0	
Observed Mean Difference	19382.917		3362.963875	
Variance of the Differences	314459019.1		368500698	
df	3		7	
t Stat	2.186085301		0.495504997	
P (T<=t) one-tail	0.058340723		0.317709337	
t Critical one-tail	2.353363435		1.894578605	
P (T<=t) two-tail	0.116681446		0.635418674	
t Critical two-tail	3.182446305		2.364624252	
	ARJANTIN-1 YIL		ARJANTIN-2 YIL	
	Mean Test		Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken	1. Değişken	2. Değişken
Mean	-1584.75	1831.25	-2469.875	1995.375
Variance	6.00E+06	1.38E+06	5.65E+06	2.83E+06
Observations	4	4	8	8
Pearson Correlation	-0.61265994		0.331497054	
Hypothesized Mean Difference	0		0	
Observed Mean Difference	-3416		-4465.25	
Variance of the Differences	1.09E+07		5.83E+06	
df	3		7	
t Stat	-2.07002578		-5.232304008	
P (T<=t) one-tail	0.065119476		0.000604697	
t Critical one-tail	2.353363435		1.894578605	
P (T<=t) two-tail	0.130238951		0.001209395	
t Critical two-tail	3.182446305		2.364624252	
	KOLOMBIYA-SC1-1 YIL		KOLOMBIYA-SC1-2 YIL	
	Mean Test		Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken	1. Değişken	2. Değişken
Mean	829.342075	823.4338	507.6487725	774.2338
Variance	296048.5593	907517.8441	269902.844	596354.4
Observations	4	4	8	8
Pearson Correlation	-0.68278175		0.174662905	
Hypothesized Mean Difference	0		0	
Observed Mean Difference	5.908275		-266.5850025	
Variance of the Differences	1911383.359		726109.3138	
df	3		7	
t Stat	0.008547061		-0.884870472	
P (T<=t) one-tail	0.496858557		0.20279691	
t Critical one-tail	2.353363435		1.894578605	
P (T<=t) two-tail	0.993717113		0.405593821	
t Critical two-tail	3.182446305		2.364624252	
	KOLOMBIYA-SC2-1 YIL		KOLOMBIYA-SC2-2 YIL	
	Mean Test		Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken	1. Değişken	2. Değişken
Mean	2466.1278	1643.37175	1588.554738	1767.741
Variance	3753543.04	160719.6128	2875993.426	620494.5
Observations	4	4	8	8
Pearson Correlation	0.341548326		-0.464970781	
Hypothesized Mean Difference	0		0	
Observed Mean Difference	822.75605		-179.1859375	
Variance of the Differences	3383699.243		4738765.381	
df	3		7	
t Stat	0.894551201		-0.232817871	
P (T<=t) one-tail	0.218470403		0.411281903	
t Critical one-tail	2.353363435		1.894578605	
P (T<=t) two-tail	0.436940807		0.822563805	
t Critical two-tail	3.182446305		2.364624252	

	RUSYA-1 YIL			RUSYA-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	-3916.16243	-3998.13275	BASARISIZ	-3611.825613	-5036.021	BASARISIZ
Variance	65832086.97	26839043.83		35800228.63	1.27E+08	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.940921014			0.577275777		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	81.970325			1424.195763		
Variance of the Differences	13569489.45			85142249.57		
df	3			7		
t Stat	0.0445046			0.436558172		
P (T<=t) one-tail	0.483649414			0.337790251		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.967298829			0.675580502		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	TAYLAND-1 YIL			TAYLAND-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	1959.637525	129.65685	BASARISIZ	1938.067363	1549.022	BASARISIZ
Variance	3953780.625	1703611.682		2794944.91	31566457	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	-0.6462881			0.077949198		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	1829.980675			389.0457		
Variance of the Differences	9012046.388			32897064.73		
df	3			7		
t Stat	1.219171467			0.191852313		
P (T<=t) one-tail	0.154947224			0.426652283		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.309894448			0.853304566		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	HINDİSTAN-1 YIL			HİNDİSTAN-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	4183.945	7005.484555	BASARISIZ	3446.555263	6686.623	BASARILI
Variance	2171208.534	18686159.46		2946754.306	15702372	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	-0.69564985			0.366584143		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	-2821.53956			-3240.06739		
Variance of the Differences	29719362.73			13661908.93		
df	3			7		
t Stat	-1.03513357			-2.479381427		
P (T<=t) one-tail	0.188364138			0.021124186		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.376728276			0.042248373		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	ENDONEZYA-1 YIL			ENDONEZYA-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	-146.78825	-166.7635	BASARISIZ	-168.885375	-39.669	BASARISIZ
Variance	459559.754	2873888.586		331265.7091	4448784	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.381625222			0.404269349		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	19.97525			-129.216375		
Variance of the Differences	2456300.045			3798506.155		
df	3			7		
t Stat	0.025490685			-0.187523685		
P (T<=t) one-tail	0.490632185			0.428284937		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.98126437			0.856569875		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		

	<p>KORE-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>4534.805</td> <td>2449.675</td> <td>BASARISIZ</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>2280379.448</td> <td>54529676.86</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>4</td> <td>4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>0.934785799</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>2085.13</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>35962165.53</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>3</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>0.695408852</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.268412697</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>2.353363435</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.536825394</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>3.182446305</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	4534.805	2449.675	BASARISIZ	Variance	2280379.448	54529676.86		Observations	4	4		Pearson Correlation	0.934785799			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	2085.13			Variance of the Differences	35962165.53			df	3			t Stat	0.695408852			P (T<=t) one-tail	0.268412697			t Critical one-tail	2.353363435			P (T<=t) two-tail	0.536825394			t Critical two-tail	3.182446305			<p>KORE-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>2967.3775</td> <td>2599.063</td> <td>BASARISIZ</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>4042643.499</td> <td>27576959</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>8</td> <td>8</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>-0.05711738</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>368.315</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>32825760.26</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>7</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>0.181826426</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.4304361</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>1.894578605</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.8608722</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>2.364624252</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	2967.3775	2599.063	BASARISIZ	Variance	4042643.499	27576959		Observations	8	8		Pearson Correlation	-0.05711738			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	368.315			Variance of the Differences	32825760.26			df	7			t Stat	0.181826426			P (T<=t) one-tail	0.4304361			t Critical one-tail	1.894578605			P (T<=t) two-tail	0.8608722			t Critical two-tail	2.364624252		
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	4534.805	2449.675	BASARISIZ																																																																																																															
Variance	2280379.448	54529676.86																																																																																																																
Observations	4	4																																																																																																																
Pearson Correlation	0.934785799																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	2085.13																																																																																																																	
Variance of the Differences	35962165.53																																																																																																																	
df	3																																																																																																																	
t Stat	0.695408852																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.268412697																																																																																																																	
t Critical one-tail	2.353363435																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.536825394																																																																																																																	
t Critical two-tail	3.182446305																																																																																																																	
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	2967.3775	2599.063	BASARISIZ																																																																																																															
Variance	4042643.499	27576959																																																																																																																
Observations	8	8																																																																																																																
Pearson Correlation	-0.05711738																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	368.315																																																																																																																	
Variance of the Differences	32825760.26																																																																																																																	
df	7																																																																																																																	
t Stat	0.181826426																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.4304361																																																																																																																	
t Critical one-tail	1.894578605																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.8608722																																																																																																																	
t Critical two-tail	2.364624252																																																																																																																	
	<p>ROMANYA-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>2310.75</td> <td>3581.06</td> <td>BASARILI</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>896060.25</td> <td>1678868.917</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>4</td> <td>4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>0.801997876</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>-1270.31</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>6.08E+05</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>3</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>-3.25938741</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.023576705</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>2.353363435</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.047153409</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>3.182446305</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	2310.75	3581.06	BASARILI	Variance	896060.25	1678868.917		Observations	4	4		Pearson Correlation	0.801997876			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	-1270.31			Variance of the Differences	6.08E+05			df	3			t Stat	-3.25938741			P (T<=t) one-tail	0.023576705			t Critical one-tail	2.353363435			P (T<=t) two-tail	0.047153409			t Critical two-tail	3.182446305			<p>ROMANYA-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>1773.5</td> <td>3447.051</td> <td>BASARILI</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>859826.8571</td> <td>1010118</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>8</td> <td>8</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>0.309203348</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>-1673.55125</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>1293622.075</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>7</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>-4.161791329</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.00211614</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>1.894578605</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.004232281</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>2.364624252</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	1773.5	3447.051	BASARILI	Variance	859826.8571	1010118		Observations	8	8		Pearson Correlation	0.309203348			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	-1673.55125			Variance of the Differences	1293622.075			df	7			t Stat	-4.161791329			P (T<=t) one-tail	0.00211614			t Critical one-tail	1.894578605			P (T<=t) two-tail	0.004232281			t Critical two-tail	2.364624252		
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	2310.75	3581.06	BASARILI																																																																																																															
Variance	896060.25	1678868.917																																																																																																																
Observations	4	4																																																																																																																
Pearson Correlation	0.801997876																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	-1270.31																																																																																																																	
Variance of the Differences	6.08E+05																																																																																																																	
df	3																																																																																																																	
t Stat	-3.25938741																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.023576705																																																																																																																	
t Critical one-tail	2.353363435																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.047153409																																																																																																																	
t Critical two-tail	3.182446305																																																																																																																	
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	1773.5	3447.051	BASARILI																																																																																																															
Variance	859826.8571	1010118																																																																																																																
Observations	8	8																																																																																																																
Pearson Correlation	0.309203348																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	-1673.55125																																																																																																																	
Variance of the Differences	1293622.075																																																																																																																	
df	7																																																																																																																	
t Stat	-4.161791329																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.00211614																																																																																																																	
t Critical one-tail	1.894578605																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.004232281																																																																																																																	
t Critical two-tail	2.364624252																																																																																																																	
	<p>HIRVATISTAN-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>847.8485</td> <td>1062.860775</td> <td>BASARISIZ</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>553588.0221</td> <td>1406329.347</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>4</td> <td>4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>0.753496571</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>-215.012275</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>630234.3022</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>3</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>-0.54167929</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.312840621</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>2.353363435</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.625681243</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>3.182446305</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	847.8485	1062.860775	BASARISIZ	Variance	553588.0221	1406329.347		Observations	4	4		Pearson Correlation	0.753496571			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	-215.012275			Variance of the Differences	630234.3022			df	3			t Stat	-0.54167929			P (T<=t) one-tail	0.312840621			t Critical one-tail	2.353363435			P (T<=t) two-tail	0.625681243			t Critical two-tail	3.182446305			<p>HIRVATISTAN-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>903.714225</td> <td>1342.621</td> <td>BASARISIZ</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>388343.3876</td> <td>1958382</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>8</td> <td>8</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>0.75952991</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>-438.9068125</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>1021982.988</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>7</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>-1.227991843</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.12956746</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>1.894578605</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.25913492</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>2.364624252</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	903.714225	1342.621	BASARISIZ	Variance	388343.3876	1958382		Observations	8	8		Pearson Correlation	0.75952991			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	-438.9068125			Variance of the Differences	1021982.988			df	7			t Stat	-1.227991843			P (T<=t) one-tail	0.12956746			t Critical one-tail	1.894578605			P (T<=t) two-tail	0.25913492			t Critical two-tail	2.364624252		
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	847.8485	1062.860775	BASARISIZ																																																																																																															
Variance	553588.0221	1406329.347																																																																																																																
Observations	4	4																																																																																																																
Pearson Correlation	0.753496571																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	-215.012275																																																																																																																	
Variance of the Differences	630234.3022																																																																																																																	
df	3																																																																																																																	
t Stat	-0.54167929																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.312840621																																																																																																																	
t Critical one-tail	2.353363435																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.625681243																																																																																																																	
t Critical two-tail	3.182446305																																																																																																																	
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	903.714225	1342.621	BASARISIZ																																																																																																															
Variance	388343.3876	1958382																																																																																																																
Observations	8	8																																																																																																																
Pearson Correlation	0.75952991																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	-438.9068125																																																																																																																	
Variance of the Differences	1021982.988																																																																																																																	
df	7																																																																																																																	
t Stat	-1.227991843																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.12956746																																																																																																																	
t Critical one-tail	1.894578605																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.25913492																																																																																																																	
t Critical two-tail	2.364624252																																																																																																																	
	<p>MEKSIKA-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>3137.275</td> <td>947.725</td> <td>BASARISIZ</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>1.94E+07</td> <td>1.13E+08</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>4</td> <td>4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>-0.03337832</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>2189.55</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>1.35E+08</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>3</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>0.376288807</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.36586898</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>2.353363435</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.73173796</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>3.182446305</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	3137.275	947.725	BASARISIZ	Variance	1.94E+07	1.13E+08		Observations	4	4		Pearson Correlation	-0.03337832			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	2189.55			Variance of the Differences	1.35E+08			df	3			t Stat	0.376288807			P (T<=t) one-tail	0.36586898			t Critical one-tail	2.353363435			P (T<=t) two-tail	0.73173796			t Critical two-tail	3.182446305			<p>MEKSIKA-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>2963.2375</td> <td>3403.438</td> <td>BASARISIZ</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>2.24E+07</td> <td>6.01E+07</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>8</td> <td>8</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>0.306542378</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>-4.40E+02</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>6.00E+07</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>7</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>-0.160713428</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.438429431</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>1.894578605</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.876858861</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>2.364624252</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	2963.2375	3403.438	BASARISIZ	Variance	2.24E+07	6.01E+07		Observations	8	8		Pearson Correlation	0.306542378			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	-4.40E+02			Variance of the Differences	6.00E+07			df	7			t Stat	-0.160713428			P (T<=t) one-tail	0.438429431			t Critical one-tail	1.894578605			P (T<=t) two-tail	0.876858861			t Critical two-tail	2.364624252		
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	3137.275	947.725	BASARISIZ																																																																																																															
Variance	1.94E+07	1.13E+08																																																																																																																
Observations	4	4																																																																																																																
Pearson Correlation	-0.03337832																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	2189.55																																																																																																																	
Variance of the Differences	1.35E+08																																																																																																																	
df	3																																																																																																																	
t Stat	0.376288807																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.36586898																																																																																																																	
t Critical one-tail	2.353363435																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.73173796																																																																																																																	
t Critical two-tail	3.182446305																																																																																																																	
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	2963.2375	3403.438	BASARISIZ																																																																																																															
Variance	2.24E+07	6.01E+07																																																																																																																
Observations	8	8																																																																																																																
Pearson Correlation	0.306542378																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	-4.40E+02																																																																																																																	
Variance of the Differences	6.00E+07																																																																																																																	
df	7																																																																																																																	
t Stat	-0.160713428																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.438429431																																																																																																																	
t Critical one-tail	1.894578605																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.876858861																																																																																																																	
t Critical two-tail	2.364624252																																																																																																																	
	<p>FİLİPİNLER-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>619.75</td> <td>1030.75</td> <td>BASARISIZ</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>345000.9167</td> <td>2063410.917</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>4</td> <td>4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>0.701078075</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>-411</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>1225372</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>3</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>-0.74257076</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.255799754</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>2.353363435</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.511599508</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>3.182446305</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	619.75	1030.75	BASARISIZ	Variance	345000.9167	2063410.917		Observations	4	4		Pearson Correlation	0.701078075			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	-411			Variance of the Differences	1225372			df	3			t Stat	-0.74257076			P (T<=t) one-tail	0.255799754			t Critical one-tail	2.353363435			P (T<=t) two-tail	0.511599508			t Critical two-tail	3.182446305			<p>FİLİPİNLER-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>1. Değişken</th> <th>2. Değişken</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Mean</td> <td>14.75</td> <td>-147.125</td> <td>BASARISIZ</td> </tr> <tr> <td>Variance</td> <td>2635487.071</td> <td>3522052</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>8</td> <td>8</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Pearson Correlation</td> <td>0.095167993</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Hypothesized Mean Difference</td> <td>0</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Observed Mean Difference</td> <td>161.875</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Variance of the Differences</td> <td>5577643.839</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>df</td> <td>7</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Stat</td> <td>0.193864989</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) one-tail</td> <td>0.425893672</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical one-tail</td> <td>1.894578605</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P (T<=t) two-tail</td> <td>0.851787344</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>t Critical two-tail</td> <td>2.364624252</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		1. Değişken	2. Değişken		Mean	14.75	-147.125	BASARISIZ	Variance	2635487.071	3522052		Observations	8	8		Pearson Correlation	0.095167993			Hypothesized Mean Difference	0			Observed Mean Difference	161.875			Variance of the Differences	5577643.839			df	7			t Stat	0.193864989			P (T<=t) one-tail	0.425893672			t Critical one-tail	1.894578605			P (T<=t) two-tail	0.851787344			t Critical two-tail	2.364624252		
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	619.75	1030.75	BASARISIZ																																																																																																															
Variance	345000.9167	2063410.917																																																																																																																
Observations	4	4																																																																																																																
Pearson Correlation	0.701078075																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	-411																																																																																																																	
Variance of the Differences	1225372																																																																																																																	
df	3																																																																																																																	
t Stat	-0.74257076																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.255799754																																																																																																																	
t Critical one-tail	2.353363435																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.511599508																																																																																																																	
t Critical two-tail	3.182446305																																																																																																																	
	1. Değişken	2. Değişken																																																																																																																
Mean	14.75	-147.125	BASARISIZ																																																																																																															
Variance	2635487.071	3522052																																																																																																																
Observations	8	8																																																																																																																
Pearson Correlation	0.095167993																																																																																																																	
Hypothesized Mean Difference	0																																																																																																																	
Observed Mean Difference	161.875																																																																																																																	
Variance of the Differences	5577643.839																																																																																																																	
df	7																																																																																																																	
t Stat	0.193864989																																																																																																																	
P (T<=t) one-tail	0.425893672																																																																																																																	
t Critical one-tail	1.894578605																																																																																																																	
P (T<=t) two-tail	0.851787344																																																																																																																	
t Critical two-tail	2.364624252																																																																																																																	

NOMİNAL KUR ORTALAMA KARŞILAŞTIRMA					
BREZİLYA-1 YIL			BREZİLYA-2 YIL		
	Mean Test		Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken	1. Değişken	2. Değişken	
Mean	1.854233333	1.978840551	2.003768	1.924843	BASARISIZ
Variance	0.01289002	1.35E-01	0.031566	7.06E-02	
Observations	4	4	8	8	
Pearson Correlation	-0.96525318		0.231828		
Hypothesized Mean Difference	0		0		
Observed Mean Difference	-0.12460722		0.078925		
Variance of the Differences	0.228238978		0.080252		
df	3		7		
t Stat	-0.52164889		0.788008		
P (T<=t) one-tail	0.31898947		0.228271		
t Critical one-tail	2.353363435		1.894579		
P (T<=t) two-tail	0.63797894		0.456542		
t Critical two-tail	3.182446305		2.364624		
ARJANTİN-1 YIL			ARJANTİN-2 YIL		
	Mean Test		Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken	1. Değişken	2. Değişken	
Mean	2.925504152	2.981446667	2.895632	3.023759	BASARILI
Variance	2.02E-03	7.06E-03	2.16E-03	5.10E-03	
Observations	4	4	8	8	
Pearson Correlation	-0.93076279		0.705831		
Hypothesized Mean Difference	0		0		
Observed Mean Difference	-0.05594251		-0.128127		
Variance of the Differences	1.61E-02		2.57E-03		
df	3		7		
t Stat	-0.88202939		-7.143279		
P (T<=t) one-tail	0.221355543		9.32E-05		
t Critical one-tail	2.353363435		1.894579		
P (T<=t) two-tail	0.442711086		0.000186		
t Critical two-tail	3.182446305		2.364624		
KOLOMBİYA-SC1-1 YIL			KOLOMBİYA-SC1-2 YIL		
	Mean Test		Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken	1. Değişken	2. Değişken	
Mean	2628.612903	2320.834177	2753.133	2340.987	BASARILI
Variance	8634.723296	951.2285891	22246.97	4286.318	
Observations	4	4	8	8	
Pearson Correlation	0.99309294		-0.231386		
Hypothesized Mean Difference	0		0		
Observed Mean Difference	307.7787258		412.1459		
Variance of the Differences	3893.668013		31052.31		
df	3		7		
t Stat	9.864819275		6.615292		
P (T<=t) one-tail	0.001107481		0.00015		
t Critical one-tail	2.353363435		1.894579		
P (T<=t) two-tail	0.002214962		0.0003		
t Critical two-tail	3.182446305		2.364624		
KOLOMBİYA-SC2-1 YIL			KOLOMBİYA-SC2-2 YIL		
	Mean Test		Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken	1. Değişken	2. Değişken	
Mean	2246.825152	1936.583426	2284.759	2074.497	BASARISIZ
Variance	30769.24392	16884.67015	17358.61	50290.53	
Observations	4	4	8	8	
Pearson Correlation	0.974577472		-0.627921		
Hypothesized Mean Difference	0		0		
Observed Mean Difference	310.2417258		210.2622		
Variance of the Differences	3226.496833		104754.4		
df	3		7		
t Stat	10.92356964		1.837469		
P (T<=t) one-tail	0.000821102		0.054374		
t Critical one-tail	2.353363435		1.894579		
P (T<=t) two-tail	0.001642204		0.108748		
t Critical two-tail	3.182446305		2.364624		

	RUSYA-1 YIL			RUSYA-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	29.13338333	28.24005	BASARILI	30.15938	27.98003	BASARILI
Variance	0.245259135	0.113042285		1.485041	0.44895	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.86213075			0.437765		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	0.893333333			2.17935		
Variance of the Differences	0.071199438			1.219101		
df	3			7		
t Stat	6.695842858			5.582801		
P (T<=t) one-tail	0.003397877			0.000415		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579		
P (T<=t) two-tail	0.006795753			0.000831		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624		
	TAYLAND-1 YIL			TAYLAND-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	37.88198322	34.51818059	BASARILI	39.05106	33.91574	BASARILI
Variance	1.302792115	0.581692079		2.762324	1.304916	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.942913559			-0.05886		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	3.36380263			5.135316		
Variance of the Differences	0.242813626			4.290742		
df	3			7		
t Stat	13.65287059			7.012066		
P (T<=t) one-tail	0.000425054			0.000105		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579		
P (T<=t) two-tail	0.000850108			0.000209		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624		
	HİNDİSTAN-1 YIL			HİNDİSTAN-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	45.95239417	44.93153333	BASARISIZ	47.17919	44.60251	BASARILI
Variance	0.643250008	1.001915894		2.104164	0.847482	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.361625648			0.304767		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	1.020860833			2.576683		
Variance of the Differences	1.064542208			2.137686		
df	3			7		
t Stat	1.978860113			4.984643		
P (T<=t) one-tail	0.071107519			0.000796		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579		
P (T<=t) two-tail	0.142215038			0.001593		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624		
	ENDONEZYA-1 YIL			ENDONEZYA-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	8468.158333	9140.025	BASARILI	8733.138	9422.454	BASARILI
Variance	351.3684259	12545.93657		83214.33	150751.6	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	-0.31019419			-0.802633		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	-671.866667			-689.3167		
Variance of the Differences	14199.86148			413760.6		
df	3			7		
t Stat	-11.2764146			-3.031023		
P (T<=t) one-tail	0.000747768			0.009544		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579		
P (T<=t) two-tail	0.001495536			0.019087		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624		

	KORE-1 YIL			KORE-2 YIL	
	Mean Test			Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken
Mean	1183.825833	1108.079167	BASARISIZ	1202.766	1060.365
Variance	277.5648102	4235.963225		958.9614	4731.198
Observations	4	4		8	8
Pearson Correlation	0.607359294			0.697518	
Hypothesized Mean Difference	0			0	
Observed Mean Difference	75.7466667			142.4008	
Variance of the Differences	3196.381874			2718.687	
df	3			7	
t Stat	2.679564355			7.724634	
P (T<=t) one-tail	0.037538362			5.7E-05	
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579	
P (T<=t) two-tail	0.075076723			0.000114	
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624	
	ROMANYA-1 YIL			ROMANYA-2 YIL	
	Mean Test			Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken
Mean	3.32873975	2.919749583	BASARILI	3.325049	2.909666
Variance	0.003446886	0.012435628		0.001712	0.013105
Observations	4	4		8	8
Pearson Correlation	0.366168069			-0.160741	
Hypothesized Mean Difference	0			0	
Observed Mean Difference	0.408990167			0.415383	
Variance of the Differences	1.11E-02			0.01634	
df	3			7	
t Stat	7.768176833			9.191078	
P (T<=t) one-tail	0.002219029			1.86E-05	
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579	
P (T<=t) two-tail	0.004438057			3.72E-05	
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624	
	HIRVATİSTAN-1 YIL			HIRVATİSTAN-2 YIL	
	Mean Test			Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken
Mean	6.180956667	5.855972583	BASARISIZ	6.570591	5.909005
Variance	0.02878842	0.016927801		0.246037	0.033781
Observations	4	4		8	8
Pearson Correlation	-0.25968126			-0.235549	
Hypothesized Mean Difference	0			0	
Observed Mean Difference	0.324984083			0.661586	
Variance of the Differences	0.057181373			0.322766	
df	3			7	
t Stat	2.718096034			3.293727	
P (T<=t) one-tail	0.036333003			0.006617	
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579	
P (T<=t) two-tail	0.072666005			0.013234	
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624	
	MEKSİKA-1 YIL			MEKSİKA-2 YIL	
	Mean Test			Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken
Mean	10.7493	11.00691667	BASARILI	11.04248	10.94188
Variance	2.82E-02	1.30E-02		1.16E-01	1.21E-02
Observations	4	4		8	8
Pearson Correlation	0.703221749			0.624869	
Hypothesized Mean Difference	0			0	
Observed Mean Difference	-0.25761667			1.01E-01	
Variance of the Differences	1.43E-02			8.13E-02	
df	3			7	
t Stat	-4.31406861			0.998123	
P (T<=t) one-tail	0.011469925			0.175732	
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579	
P (T<=t) two-tail	0.02293985			0.351464	
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624	
	FİLİPİNLER-1 YIL			FİLİPİNLER-2 YIL	
	Mean Test			Mean Test	
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken
Mean	49.17370273	43.25289121	BASARILI	51.43232	45.269
Variance	3.534562383	4.202506338		9.034821	7.554203
Observations	4	4		8	8
Pearson Correlation	0.669911659			-0.553362	
Hypothesized Mean Difference	0			0	
Observed Mean Difference	5.92081152			6.163325	
Variance of the Differences	2.573267143			25.73212	
df	3			7	
t Stat	7.381910824			3.436547	
P (T<=t) one-tail	0.002570172			0.005444	
t Critical one-tail	2.353363435			1.894579	
P (T<=t) two-tail	0.005140345			0.010888	
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624	

CİD ORTALAMA KARŞILAŞTIRMA						
	BREZİLYA-1 YIL			BREZİLYA-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	-0.0052152	-0.01458029	BASARISIZ	0.002808891	-0.015699	BASARILI
Variance	0.000207696	1.91E-06		0.000220022	4.28E-05	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.730805631			0.688649064		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	0.009365096			0.018508302		
Variance of the Differences	0.000180471			0.00012917		
df	3			7		
t Stat	1.394242677			4.606068478		
P (T<=t) one-tail	0.128780325			0.001233205		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.257560649			0.002466411		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	ARJANTİN-1 YIL			ARJANTİN-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	0.003921461	0.008400771	BASARILI	0.006429978	0.008325	BASARISIZ
Variance	1.33E-05	5.52E-06		1.87E-05	6.16E-06	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.805877485			0.454943721		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	-0.00447931			-0.001894931		
Variance of the Differences	5.02E-06			1.51E-05		
df	3			7		
t Stat	-3.99669057			-1.379077272		
P (T<=t) one-tail	0.014034596			0.105160736		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.028069192			0.210321473		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	KOLOMBİYA-SC1-1 YIL			KOLOMBİYA-SC1-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	-0.8025	-0.8525	BASARISIZ	-1.0975	-1.2325	BASARISIZ
Variance	0.044491667	0.203758333		0.17705	0.267421	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	-0.90437418			-0.985093424		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	0.05			0.135		
Variance of the Differences	0.420466667			0.873171429		
df	3			7		
t Stat	0.154217697			0.40862883		
P (T<=t) one-tail	0.443614341			0.347511827		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.887228682			0.695023655		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	KOLOMBİYA-SC2-1 YIL			KOLOMBİYA-SC2-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	-2.1475	-2.5425	BASARISIZ	-1.76625	-2.63625	BASARILI
Variance	0.301425	0.153625		0.314226786	0.130313	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	-0.98808372			0.345070165		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	0.395			0.87		
Variance of the Differences	0.8803			0.304885714		
df	3			7		
t Stat	0.841999319			4.456518445		
P (T<=t) one-tail	0.230806999			0.001474195		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.461613999			0.00294839		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		

	RUSYA-1 YIL			RUSYA-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	0.091423204	0.111951902	BASARISIZ	0.089572399	0.111307	BASARILI
Variance	0.000237261	0.000195974		0.000430156	0.000376	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.563103932			0.50882626		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	-0.0205287			-0.021734262		
Variance of the Differences	0.000190389			0.000396666		
df	3			7		
t Stat	-2.97557422			-3.086580347		
P (T<=t) one-tail	0.029402471			0.008825758		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.058804942			0.017651516		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	TAYLAND-1 YIL			TAYLAND-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	0.009971444	0.062278125	BASARILI	-0.017283736	0.034758	BASARISIZ
Variance	0.001537841	0.001227836		0.003139024	0.001849	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.948973345			-0.10454709		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	-0.05230668			-0.052041249		
Variance of the Differences	0.000157663			0.005491599		
df	3			7		
t Stat	-8.33147939			-1.986292885		
P (T<=t) one-tail	0.001812162			0.043683747		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.003624324			0.087367494		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	HİNDİSTAN-1 YIL			HİNDİSTAN-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	1.58	1.145	BASARISIZ	1.4225	-0.17625	BASARISIZ
Variance	0.423	2.512566667		0.257764286	3.080113	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	-0.8931422			-0.434322467		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	0.435			1.59875		
Variance of the Differences	4.7771			4.111869643		
df	3			7		
t Stat	0.398049503			2.230005232		
P (T<=t) one-tail	0.358614045			0.030485199		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.717228091			0.060970397		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		
	ENDONEZYA-1 YIL			ENDONEZYA-2 YIL		
	Mean Test			Mean Test		
	1. Değişken	2. Değişken		1. Değişken	2. Değişken	
Mean	0.019893675	0.014552632	BASARISIZ	0.0283027	0.011694	BASARISIZ
Variance	0.001177199	0.000151463		0.000612079	0.000263	
Observations	4	4		8	8	
Pearson Correlation	0.576905838			-0.449479676		
Hypothesized Mean Difference	0			0		
Observed Mean Difference	0.005341043			0.016608581		
Variance of the Differences	0.000841455			0.001236562		
df	3			7		
t Stat	0.368248118			1.335886505		
P (T<=t) one-tail	0.368569122			0.111690786		
t Critical one-tail	2.353363435			1.894578605		
P (T<=t) two-tail	0.737138245			0.223381572		
t Critical two-tail	3.182446305			2.364624252		

	<p>KORE-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean 0.038288565 0.042133923 BASARISIZ</p> <p>Variance 0.000249118 0.000132437</p> <p>Observations 4 4</p> <p>Pearson Correlation -0.66469059</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference -0.00384536</p> <p>Variance of the Differences 0.000623022</p> <p>df 3</p> <p>t Stat -0.30811657</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.389074097</p> <p>t Critical one-tail 2.353363435</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.778148194</p> <p>t Critical two-tail 3.182446305</p>	<p>KORE-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean 0.023229338 0.029193 BASARISIZ</p> <p>Variance 0.000448806 0.000328</p> <p>Observations 8 8</p> <p>Pearson Correlation -0.455694103</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference -0.005963677</p> <p>Variance of the Differences 0.001125867</p> <p>df 7</p> <p>t Stat -0.502707749</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.315298305</p> <p>t Critical one-tail 1.894578605</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.63059661</p> <p>t Critical two-tail 2.364624252</p>
	<p>ROMANYA-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean -0.07600189 -0.08787811 BASARISIZ</p> <p>Variance 0.000299115 0.000389375</p> <p>Observations 4 4</p> <p>Pearson Correlation 0.922440155</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference 0.011876217</p> <p>Variance of the Differences 5.89E-05</p> <p>df 3</p> <p>t Stat 3.095440752</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.026742833</p> <p>t Critical one-tail 2.353363435</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.053485665</p> <p>t Critical two-tail 3.182446305</p>	<p>ROMANYA-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean -0.060195602 -0.093569 BASARILI</p> <p>Variance 0.000876933 0.000401</p> <p>Observations 8 8</p> <p>Pearson Correlation 0.838655444</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference 0.033373396</p> <p>Variance of the Differences 0.000283378</p> <p>df 7</p> <p>t Stat 5.607410462</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.000404825</p> <p>t Critical one-tail 1.894578605</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.000809651</p> <p>t Critical two-tail 2.364624252</p>
	<p>HIRVATİSTAN-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean -0.06369693 -0.06121631 BASARISIZ</p> <p>Variance 0.0371257 0.036953759</p> <p>Observations 4 4</p> <p>Pearson Correlation 0.981718244</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference -0.00248062</p> <p>Variance of the Differences 0.001354498</p> <p>df 3</p> <p>t Stat -0.1348033</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.450651695</p> <p>t Critical one-tail 2.353363435</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.901303391</p> <p>t Critical two-tail 3.182446305</p>	<p>HIRVATİSTAN-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean -0.059763028 -0.071359 BASARISIZ</p> <p>Variance 0.030569475 0.03116</p> <p>Observations 8 8</p> <p>Pearson Correlation 0.987982115</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference 0.011596376</p> <p>Variance of the Differences 0.000744653</p> <p>df 7</p> <p>t Stat 1.201960764</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.134229177</p> <p>t Critical one-tail 1.894578605</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.268458354</p> <p>t Critical two-tail 2.364624252</p>
	<p>MEKSİKA-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean -0.00126081 -0.00195599 BASARISIZ</p> <p>Variance 1.22E-06 5.83E-06</p> <p>Observations 4 4</p> <p>Pearson Correlation 0.83314314</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference 0.000695179</p> <p>Variance of the Differences 2.61E-06</p> <p>df 3</p> <p>t Stat 0.8610467</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.226266281</p> <p>t Critical one-tail 2.353363435</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.452532562</p> <p>t Critical two-tail 3.182446305</p>	<p>MEKSİKA-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean -0.001669642 -0.00176 BASARISIZ</p> <p>Variance 3.66E-06 2.91E-06</p> <p>Observations 8 8</p> <p>Pearson Correlation 0.581840098</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference 9.08E-05</p> <p>Variance of the Differences 2.77E-06</p> <p>df 7</p> <p>t Stat 0.154231297</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.44088994</p> <p>t Critical one-tail 1.894578605</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.88177988</p> <p>t Critical two-tail 2.364624252</p>
	<p>FİLİPİNLER-1 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean 0.05195178 0.031988421 BASARISIZ</p> <p>Variance 0.000204676 0.0001517</p> <p>Observations 4 4</p> <p>Pearson Correlation -0.11504638</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference 0.019963359</p> <p>Variance of the Differences 0.00039692</p> <p>df 3</p> <p>t Stat 2.004066807</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.069389072</p> <p>t Critical one-tail 2.353363435</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.138778145</p> <p>t Critical two-tail 3.182446305</p>	<p>FİLİPİNLER-2 YIL</p> <p>Mean Test</p> <p>1. Değişken 2. Değişken</p> <p>Mean 0.042959219 0.035959 BASARISIZ</p> <p>Variance 0.000270325 0.000616</p> <p>Observations 8 8</p> <p>Pearson Correlation 0.5044234</p> <p>Hypothesized Mean Difference 0</p> <p>Observed Mean Difference 0.007000314</p> <p>Variance of the Differences 0.000474642</p> <p>df 7</p> <p>t Stat 0.908823271</p> <p>P (T<=t) one-tail 0.196828532</p> <p>t Critical one-tail 1.894578605</p> <p>P (T<=t) two-tail 0.393657063</p> <p>t Critical two-tail 2.364624252</p>