

TOBİN VERGİSİ, DÖVİZ PİYASALARINDA İSTİKRAR SAĞLAMANIN BİR ARACI OLARAK KULLANILABİLİR Mİ ?

Yrd. Doç. Dr. Nejla AKLAN*

Özet

1990'lı yılların ilk yarısında, IMF temelli politikalar çerçevesinde gelişmekte olan ülke piyasaları için sermaye hesabının liberalizasyonuna yönelik uygulamalar ağırlık kazanmıştır. Sermaye girişlerinin artmasına bağlı olarak, yatırımların finansmanının kolaylaşması ve ekonomik büyüme oranlarının artması, liberalizasyon politikalarının ortak noktasını teşkil etmiştir. Bu çerçevede birçok ülkede sermaye hesabı üzerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır. Ancak 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren sermaye hesapları üzerindeki sınırlandırmaları kaldıran ülkelerde (Meksika, Tayland, Güney Kore, Rusya, Arjantin) finansal krizlerin meydana gelmesi, sermaye hesabının liberalizasyonu konusundaki şüpheleri arttırmıştır. Bu çerçevede dünya ekonomisinde gelişmekte olan ülkelere yönelen sınırsız sermaye akımlarının olumsuz etkilerinden hareketle, sermaye akımlarının kontrol altına alınmasına yönelik önlemler gündeme gelmiştir. Çalışmamızda, spekülatif nitelikli sermaye akımlarının sınırlandırılması sürecinde uygulanabilecek önlemler incelenmektedir. Bu kapsamda sermaye akımlarının kur dalgalanmaları üzerindeki etkisinin azaltılması gereğinden hareketle, son yıllarda en çok tartışılan makroekonomik politika araçlarından biri olan Tobin vergisinin etkinliği ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Abstract

In the first half of the 1990's, depending on IMF related political procedures, liberalization of capital account in developing countries have gained importance. Depending on increases in capital inflows, increases of financial opportunities for investments and increases in growth rates were the main targets of IMF policies. As a result liberalization policies provide the effective distribution of capital

* Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.

increasing market discipline in developing countries and emerging markets. Depending upon this, limitations on capital accounts were abolished. The fact that financial crisis took place in the second half of 1990's, in countries, such as Mexico, Thailand, South Korea, Russia, Argentina which abolished limitations on capital accounts raised doubts about liberalization of capital account. Therefore in the world economy measures to control the capital flows have been on the agenda since limitless capital flows turning towards developing countries had adverse effects.

I. Sermaye Kontrolleri

Sermaye mobilitesinin tam olduğu şartlarda dünya ekonomisi para ve maliye politikalarındaki beklenmedik değişimlere karşı eşanlı olarak ayarlanmaktadır. Uluslararası düzeydeki ayarlanma iki aşamada gerçekleşmektedir. İlk aşama, fiyatlar genel seviyesindeki değişimdir. İkincisi ise sermaye akımları yoluyla dünya para arzının kısa süre içinde yeniden dağılımıdır. Dünya para arzındaki yeniden dağılım bu süreçte, cari işlemler yoluyla sağlanmaktadır. Cari işlemler dengesizlikleri ise ülkelerdeki farklı tüketim kalıplarının varlığını göstermektedir. İktisadi birimlerin tüketim kalıplarındaki değişiklikler büyük ölçüde ulusal ve yabancı tüketicilerin karşı karşıya oldukları reel faiz oranı farklılıklarından kaynaklanmaktadır¹. Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının en önemli özelliği, sözkonusu ülkelerde tüketim harcamalarını arttırması ve ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmasıdır. Ulusal paranın değer kazanma oranı ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, büyük ölçüde toplam talebin dönemlerarası esnekliğine ve ticareti yapılmayan malların arz esnekliğine bağlıdır.

Toplam talebin dönemlerarası esnekliği tüketimin büyüklüğü ve harcama artışının zaman içindeki dağılımına bağlıdır. Toplam talebin dönemlerarası esnekliği yüksek olduğunda, tüketim harcamaları sermaye girişlerine bağlı olarak artmakta, düşük olduğunda ise azalmaktadır. Ayrıca harcama artışları sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde gerçekleştiğinde ulusal para değer kazanmakta, harcamalar zamana yayıldığında ise ulusal para daha düşük oranda değerlenmektedir. Ticareti yapılmayan malların arz esnekliği ise sermaye girişlerinin ticareti yapılmayan mal fiyatları üzerindeki etkisinin büyüklüğünün belirlenmesi açısından önemlidir. Bu süreçte sermaye girişleri yavaşladığında

¹ Guidotti Pablo and Vegh Carlos (1992), "Macroeconomic Interdependency Under Capital Controls", *Journal of International Economics*, Vol:32, No:3/4, p. 353.

veya uzun dönem denge değerine döndüğünde ulusal para değerlenmiş olmaktadır. Söz konusu şartlarda dengenin muhafaza edilebilmesi için önemli büyüklükte ayarlamalar gerekmektedir. Sermaye akımlarının dinamikleri ve cari işlemler düzenlemeleri sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde ulusal paranın değerlenmesini, sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde ise değer kaybını gerektirmektedir. Ancak özellikle sabit kur sisteminin geçerli olduğu şartlarda sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde nominal ücret ve fiyat rijiditeleri, ulusal paranın değer kaybını büyük ölçüde engellemektedir². Özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının döviz piyasalarında neden olduğu istikrarsızlıklar nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde finansal varlıkların uluslararası ticaretine sermaye kontrolleri uygulanarak sınırlamalar getirilmiştir. Buradaki temel amaç, finansal varlıkların kazançlarını farklılaştırmaktır.

Sermaye kontrolleri, yerleşik ve yerleşik olmayanların varlık ve yükümlülüklerini alıp satmalarına ilişkin düzenleme ve vergileri ifade etmektedir³. Edwards'a göre, sermaye kontrollerinin temel amacı, sermaye akımlarının büyüklüğüne sınırlamalar getirerek vadelerini uzatmak, ulusal paranın değerlenmesini önlemek, ulusal ve uluslararası piyasalar arasında faiz farklılığının sürdüğü şartlarda bağımsız para politikaları uygulamalarını kolaylaştırmaktır.⁴

Sermaye akımlarının mobilite derecesi, faiz haddi ile bağlantılı olarak döviz kuru değişimini etkilemektedir. Faiz haddinin bu aşamadaki temel işlevi, parasal şoklara bağlı olarak para piyasası dengesini sağlamaktır. Sıkı sermaye kontrollerinin uygulandığı şartlarda döviz kuru, veri parasal şoklara bağlı olarak yüksek oranda değişim göstermektedir. Sermaye kontrollerinin derecesi arttıkça, para talebinin kur esnekliği düşmektedir. Bundan dolayı parasal bir şok sonrasında para piyasası dengesinin sağlanabilmesi için döviz kurunun önemli oranda artması gerekmektedir. Döviz kuru fiyatlar genel seviyesinin önemli bir bileşeni olduğundan, sermaye kontrollerinin derecesindeki artışa bağlı olarak fiyatlar genel seviyesindeki ayarlanmanın büyüklüğü de artmaktadır.⁵ Sermaye kontrolleri otoritelerin gelecekteki politikalarına yönelik bir gösterge

² Edwards Sebastian (2000), "Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls", Ed: Edwards Sebastian, *Capital Flows and the Emerging Economies*, Chigago: The University of Chigago Press, p.215.

³ Yay Turan (2003), "Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme", *İktisat Dergisi*, Sayı: 438, s.23.

⁴ Edwards Sebastian (1999), "How Effective Are Capital Controls", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 13, No:4, p.65.

⁵ Lane Timoty and Suarez Liliana (1992), "Credibility, Capital Controls and the EMS", *Journal of International Economies*, Vol:32, No:3/4, p.326.

niteliğindedir. Dellas ve Stockman'a göre, spekülâtif ataklar sermaye kontrollerinin uygulanacağına dair beklentilerin arttığı şartlarda meydana gelmektedir. Bu şartlarda faiz oranları spekülâtif ataktan önce yükseldiğinden kendi kendini besleyen bir devalüasyon süreci başlamaktadır. Sermaye kontrolleri iktisadi birimler tarafından bir anlamda döviz piyasasında istikrarsızlık olduğunun bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir⁶.

Obsfeld'e göre, sermaye akımlarına açık olan ülkelerde sermaye kontrolleri, çoklu denge sağlamaktadır. Sermaye kontrollerinin uygulandığı ekonomilerde ülke sakinleri, reel para balanslarından ve tüketimden elde edecekleri faydayı ödemeler dengesi sınırlaması altında maksimize etmeye yönelirler. Sermaye kontrollerinden dolayı ülke sakinleri reel para balanslarını ancak cari işlemler fazlalarıyla arttırabilmektedir. Bu aynı zamanda merkez bankasının yabancı aktiflerinde artış anlamına geldiğinden ve merkez bankasının net yabancı aktifleri de dünya faiz oranlarından kazanç sağladığından, cari işlemler fazlaları ülke sakinlerinin tahmini sürekli gelirlerinde artışlara neden olmaktadır. Reel para balanslarındaki ve bununla bağlantılı tahmini gelirlerdeki artışlar, cari tüketim harcamalarındaki artışlar ile dengelenmediğinde, istikrarsız bir denge gerçekleşmektedir. Buna göre, ulusal faiz oranları sermaye kontrolleri nedeniyle değişikliğe uğradığından, tekli bir durgun durum dengesi sağlanamamaktadır⁷.

İktisadi birimlerin politika değişikliklerine verdikleri tepkiler, dönemlerarası ikâme esnekliğine ve sermaye kontrollerinin süresine bağlı olarak değişmektedir. Dönemlerarası ikâme esnekliği düşük olduğunda, sermaye girişlerine uygulanan kontroller ile sermaye çıkışlarına uygulanan kontroller arasında farklılıklar olmaktadır. Sermaye kontrolleri konusunda simetrik bir etkinlik gecikmesi sözkonusu değildir. Sermaye girişlerine uygulanan kontroller, sermaye çıkışlarına uygulanan kontrollere göre daha etkindir. Bu durumun temel sebeplerinden bir tanesi, sermaye çıkışlarına uygulanan kontrollerin genellikle ödemeler dengesi veya finansal krizler döneminde uygulanmasından kaynaklanmaktadır. Bu süreç genellikle önemli büyüklükteki devalüasyonlarla, hisse senedi piyasasındaki düşüşlerle ve finansal değişkenlerdeki dalgalanma artışlarıyla karakterize edilmektedir. Sermaye kontrollerinin uygulanması, gelecek dönemlerde ekonomik istikrarsızlığın

⁶ Dellas Harris and Stockman Alan (1993), "Self Fulfilling Expectations, Speculative Attacks and Capital Controls", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol:25, No:4, p.724.

⁷ Obsfeld Maurice (1986), "Capital Controls the Dual Exchange Rate and Devaluation", *Journal of International Economics*, Vol: 20, No:1/2, p.3.

artacağına dair gösterge niteliğini taşımaktadır⁸. Sermaye kontrolleri merkez bankalarına para politikaları uygulamalarında, sabit kur sistemlerinde dâhi bağımsızlık sağlamaktadır. Ancak sermaye kontrollerinin etkinliği para politikalarının durumuna bağlıdır. Tablo 1 verilerine göre, sermaye kontrollerinin uygulanmaya başlandığı "t" döneminde başarılı ülke örnekleri olan Malezya ve Şili'de sterilizasyona yönelik müdahale uygulamalarına son verildiğinden, nominal ve reel faiz oranları hızla düşmüştür. Faiz oranlarındaki düşüş, bu süreçte ulusal aktif fiyatlarını olumsuz yönde etkilemiştir. Ulusal aktiflerin kazanç oranlarındaki düşüş ise ulusal finansal aktiflere olan talebin azalmasına neden olarak sermaye kontrollerine olan gereksinimi artırmıştır. Malezya (1994), Şili (1991-1998), Kolombiya (1993-1998), Brezilya (1993-1997), ve Çekoslavakya'da (1995), kısa vadeli sermaye girişlerine sermaye kontrolleri uygulanmıştır. Malezya'da ayrıca 1998-2002 döneminde finansal kriz sırasında sermaye çıkışlarına da kontrol uygulanmıştır.

Tablo 1: Sermaye Kontrolleri Uygulayan Ükelere İlişkin Reel Faiz Oranı, Para ve Sermaye Hesabı Göstergeleri

	t-1	t	t+1	t+2	
<i>Reel faiz oranları (%)</i>					
Brezilya		7,1	21,1	26,0	10,6
Şili		22,0	11,2	10,6	11,0
Kolombiya		8,1	10,7	13,5	17,9
Çekoslavakya		3,0	3,7	4,4	-
Malezya		8,0	2,6	2,0	-
<i>Para ve Para Benzeri</i>					
<i>Likidite Araçları (% değişim)</i>					
Brezilya		2,652,0	1,081,0	43,4	-
Şili		23,6	28,1	23,3	23,4
Kolombiya		37,4	30,8	33,3	27,6
Çekoslavakya		20,4	29,3	6,2	-
Malezya		26,6	12,7	19,9	-
<i>Kısa Vadeli Sermaye</i>					
<i>Akımları (GSYİH Oranı olarak)</i>					
Brezilya		0,2	-0,1	1,3	-
Şili		3,2	-0,7	3,8	1,6
Kolombiya		0,6	1,1	0,7	0,3
Çekoslavakya		0,1	0,7	1,7	-
Malezya		8,6	-4,6	-0,7	-

Kaynak: Reinhard and Smith, 1998: 458.

⁸ Reinhart Carmen and Smith Todd (1998), "The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows", ed: Glick Reuven, *Capital Flows and Exchange Rates*, Cambridge: Cambridge University Press , p.459.

Sermaye kontrollerinde kısmi bir başarı sağlandığı Kolombiya ve Çekoslavakya gibi ülkelerde, GSYİH'nın oranı olarak sermaye girişlerinde azalma meydana gelmemiştir (Tablo:1) Bu durumun temel sebebi, reel faiz oranlarındaki ılımlı artışlardır. Kısa vadeli sermaye girişleri için sermaye kontrolleri uygulayan ancak başarı sağlayamayan ülke, Brezilya'dır. Finansal piyasalarının gelişmiş olduğu ve finansal türev araçlarının yaygın kullanıldığı bu ülkede, sermaye kontrollerinin uygulandığı şartlarda açık piyasa işlemleri yoluyla sterilizasyon politikalarına başvurulması, iç borç stokunun artmasına neden olmuştur. Bu süreçte uygulanan politikalar reel faiz oranlarının % 20'lerin üzerinde yükselmesiyle sonuçlanmıştır. Reel faiz oranlarının yüksekliği nedeniyle sermaye kontrollerine rağmen bu ülkeye yönelik sermaye girişleri artmıştır⁹. Konuya sözkonusu ülkelerde parasal büyüklüklerde meydana gelen değişim açısından yaklaşıldığında, sermaye kontrollerinin uygulandığı dönemde tüm ülkelerde parasal büyüklüklerin değişim hızında azalma olmuştur. Parasal büyüklüklerin değişim hızındaki azalma, bu ülkelerde ulusal bankaların yabancı piyasalardan olan borçlanmalarına getirilen sınırlamalardan ve döviz rezervlerindeki azalmadan kaynaklanmaktadır.

Sermaye akımlarının sınırlandırılması sürecinde uzun süre dışa kapalı sermaye rejimi uygulayan iki ülke Çin ve Hindistan'dır. Sözkonusu iki ülke gerek sermaye hesaplarının dışa kapalı olması, gerekse güçlü döviz rezervlerine sahip olmaları nedeniyle Asya Krizi'nden en az etkilenen ülkelerdendir. Her iki ülkede de piyasa merkezli sermaye kontrollerinden çok doğrudan ve zorunlu kontroller uygulanmıştır¹⁰. Kısa vadeli sermaye akımlarına yönelik kontrollerin uygulamada başarısı, ülkeden ülkeye değişmektedir. Ancak aynı anda ülke içi ve ülke dışı faiz haddi farklılıklarını korurken, döviz kuru üzerindeki baskıyı hafifletme çabası hiçbir ülkede başarılı olmamıştır. Sözkonusu ülkelerde cari işlemler dengesi bozulması ve döviz kurunun değerlenmesi sonucunda, döviz kuru ayarlamaları gerekmiştir¹¹. Sermaye akımları sürecinde resmi rezervlerde meydana gelen artışlar, büyük ölçüde döviz piyasasına müdahale edildiğini ortaya koymaktadır. Sermaye kontrolleri dışında sermaye akımlarının etkilerine yönelik farklı müdahale biçimleri sözkonusudur. Müdahaleler, sterilizasyona yönelik ve sterilizasyona yönelik olmayan şekilde ikiye ayrılmaktadır.

⁹ Reihard and Smith (1998), a.g.m., s. 460.

¹⁰ Yay (2003), a.g.m., s. 28.

¹¹ Yay (2003). a.g.m, s. 26.

Sterilizasyona yönelik müdahaleler sözkonusu olduğunda, piyasaya kamu kesimi borçlanma aracı ihraç edilmektedir. Bu süreç başarılı olduğunda ulusal para stoku üzerinde sermaye akımlarından kaynaklanan değişkenlik azalmaktadır. Sterilizasyona yönelik müdahaleler, toplam talebin ve reel döviz kurundaki değerlenme sürecinin azalmasına neden olmaktadır. Ancak sterilizasyona yönelik müdahalelerde iki temel güçlük sözkonusudur. Sterilizasyon politikalarına bağlı olarak ulusal kamu kesimi borçlanma araçlarına uygulanan faiz oranları, uluslararası rezervlere uygulanan faiz oranlarının üzerinde belirlenmektedir. Bu durum mali açıkların artmasına neden olan bir süreçtir. Ayrıca faiz farklılığına bağlı olarak sermaye akımlarında artışlar meydana gelmektedir. Şili ve Kolombiya gibi ülkelere yönelik uygulama örnekleri, sterilizasyona yönelik müdahalelerin sermaye girişlerinin etkilerini azaltmadığını ortaya koymaktadır. Bu noktada mali açıta meydana gelen artışlar önem kazanmaktadır¹². Merkez bankası sabit kur sistemlerinde olduğu gibi sermaye girişleriyle sağlanan döviz ulusal para karşılığında satın alabilir. Bu yöntem, sterilizasyona yönelik olmayan bir müdahale biçimidir. Sözkonusu politika nominal döviz kurunun değer kazanmasını önlediği gibi, ulusal ve yabancı faiz oranlarını da birbirlerine yaklaştırmaktadır. Ancak bu süreçte parasal taban arzı genişlediğinden, enflasyonist baskılar artarak reel döviz kuru değer kazanmaktadır. Bu noktada sabit kur sisteminin sürdürülebilirliği ile ilgili olarak kredibilite sorunu gündeme gelmektedir. Oysa esnek kur sisteminde reel döviz kuru değerlenmesi, enflasyon oranında artış anlamına gelmemektedir. Esnek kur sisteminde merkez bankası en son ödünç verme mercii olarak piyasalara gerektiğinde müdahale etmektedir.

Sermaye kontrolleri kapsamında uygulanan diğer bir politika aracı, kanuni karşılık oranı uygulamasıdır. Kanuni karşılık oranı politikası, kura baskı uygulamaksızın ulusal faizlerin uluslararası seviyenin üzerinde sürdürülmesine olanak sağlamaktadır¹³. Ulusal faiz oranlarının uluslararası seviyenin üzerinde olduğu şartlarda kanuni karşılık oranı uygulamasıyla sermaye akımlarına sınırlama getirilebilir ve ulusal paranın değerlenmesi önlenebilir. Çünkü faiz oranı hem toplam talebin kontrolünde hem de enflasyon oranının düşürülmesinde kullanılan önemli bir politika aracıdır. Özellikle ihracat sektörünün dış ticaret hacminde önemli bir paya sahip olduğu ekonomilerde

¹² Reinhart Carmen and Smith Todd (2002), "Temporary Controls on Capital Inflows", *Journal of International Economics*, Vol: 57, No: 2, p. 327.

¹³ Cowan K and De Gregorio J (1997), *Exchange Rate Policies and Capital Account Management*, Santiago: Univesity of Chili WP, p. 16.

kanuni karşılık oranı uygulaması yardımıyla hem rekabetlilik düzeyi hem de yüksek faiz birarada sürdürülebilir¹⁴. Ancak kamu kesimi borçlanmasının önemli düzeyde olduğu ülkelerde sözkonusu politikanın uygulanabilirliği azalmaktadır.

II. Döviz Kontrolleri

Sermaye akımlarının sınırlandırılması sürecinde uygulanan diğer bir politika aracı, döviz kontrolleridir. Döviz kontrolleri, ülke yerleşiklerinin döviz, yerleşik olmayanların ise ulusal para kullanımlarının kısıtlanmasıdır. Hükümetler, döviz kurunu serbest piyasa fiyatlarından farklılaştırarak, ülke yerleşikleri ile yerleşik olmayanlar arasındaki işlemleri sübvans eder ya da vergilendirirler¹⁵. Bu çerçevede uygulanan çift döviz kuru sisteminin temel amacı, sermaye hareketlerinin ödemeler dengesi üzerindeki olumsuz etkilerini gidermek ve aynı zamanda mal ve hizmet ticaretini içeren cari işlemler hesabında istikrar sağlamaktır. Çift kur sistemi ile sermaye işlemleri dengede tutulmaktadır¹⁶. Çift kur sisteminde cari ve sermaye hesabı işlemlerine hükümetin amaçlarına göre farklı kur uygulanmaktadır. Sözkonusu kur sisteminde cari işlemler için sabit (ticari), sermaye hesabı işlemleri için (finansal) yönetimli kur sistemleri uygulanmaktadır.

Çift kur sisteminde yabancılarla yapılan işlemlerin tümü ticari kurdan yapılmaktadır. $e_t = t$ dönemindeki ticari döviz kurudur veya bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden değeridir. Dünya piyasalarındaki arbitraj sürecinin tek fiyat yasasını sağladığı varsayıldığında, $P_t =$ ithal edilen malların ulusal para cinsinden nominal fiyatını, $P_{xt} =$ ihraç edilen malların ulusal para cinsinden nominal fiyatını, $P_t^* =$ ithal edilen malların yabancı paralar cinsinden nominal fiyatını, $P_{xt}^* =$ ihraç edilen malların yabancı paralar cinsinden nominal fiyatını temsil etmek üzere, $P_t = e_t P_t^*$ ve $P_{xt} = e_t P_{xt}^*$ olmaktadır. İktisadi birimler cari dönemde (t) yabancı para cinsinden i^* nominal faiz haddinden tahvil satın aldıklarında, t+1 döneminde yabancı paranın $(1+i^*)$ birimine eşit kazanç elde etmektedirler. Sözkonusu şartlarda çift kur sisteminin geçerli olduğu varsayıldığında, finansal işlemlerin tümü finansal kur üzerinden yapılmaktadır.

¹⁴ De Gregorio Jose (2000), "Real Exchange Rates and Capital Controls", Ed: Edwards Sebastian, *Capital Flows and the Emerging Economies*, Chigago: The University of Chigago Press, p. 249.

¹⁵ Yay (2003), a.g.m., s. 22.

¹⁶ İyibozkurt Erol (2001), *Uluslararası İktisat, Teori, Politika, Uygulama*, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, s. 423.

Örneğin $s_t =$ finansal kuru temsil etmek üzere, finansal işlemi gerçekleştirmek için kullanılan bir birim yabancı para, s_t birim ulusal paraya eşit olmaktadır. Bu durumda cari dönemde birim ulusal para ile yabancı tahvil satın alan yatırımcılar, tahvillerin $1/s_t$ birim tutarında kazanç elde etmektedirler. $t+1$ döneminde ise tahviller yabancı paranın $(1+i^*)/s_t$ birimine eşit tutarda kazanç sağlamaktadır. Söz konusu kazancın ulusal para cinsinden değeri ise $(1+i^*)s_{t+1}/s_t$ olmaktadır¹⁷. Çift kur sisteminde hükümet finansal kuru, sermaye hesabı işlemlerini hedeflenen bir düzeye düşürecek şekilde ayarlamaktadır.

Çift kur sisteminde ticari kurun sabitlendiği şartlarda, tek fiyat yasası gereğince ulusal ve yabancı enflasyon oranları ($\pi = \pi^*$) birbirlerine eşitlenmek zorundadır. $\pi^* =$ yurtdışı enflasyon oranını temsil etmek üzere, $\pi^* = (P_{t+1}^* - P_t^*) / P_t^*$ ulusal (r) ve yabancı reel faiz oranları (r^*) arasında aşağıdaki gibi bir ilişki bulunmaktadır $1+r = (1+r^*)/(1+f) = 1+r^* [1 - f/(1+f)]^*$ eşitliğinden hareketle, çift kur sistemi ulusal finansal işlemler üzerine bir vergi olarak değerlendirilebilir. Çift kur sisteminde sermaye hesabı üzerine hükümet bir hedef belirlemektedir¹⁸. Finansal döviz kuru ise tasarrufları arttıracak bir şekilde bu hedefe uygun olarak belirlenmektedir. Dünya nominal faiz oranlarında artış, finansal döviz kurunun değerlendirme oranını ve ödemeler dengesini etkilemektedir. Etkinin büyüklüğü ülkenin uluslararası piyasalardan ödünç alıcı veya verici olmasına göre değişmektedir.

$b =$ ödemeler dengesini, $ca =$ sermaye hesabının hedeflenen düzeyini temsil etmek üzere, ülke ödünç alıcı veya verici durumda olmadığında, $b-ca = 0$ olmaktadır. Hükümet sermaye hesabı için belirlediği hedef değeri (ca) sürdürmek istediğinde, ulusal faiz oranlarının sabit kalması gerekmektedir. Bunun için finansal döviz kurunun yurtdışı nominal faiz oranlarındaki (i^*) yükselmeyi dengeleyecek şekilde artması gerekmektedir $df/di^* = (1+f)/(1+i^*)$. Bu noktada ödemeler dengesi, yabancı nominal faiz oranlarındaki değişimden etkilenmemektedir. Bu durum ulusal para tutmanın fırsat maliyetinin $i/(1+i) = (i^*-f)/(1+i^*)$ değişmemesinden kaynaklanmaktadır¹⁹. Çift kur sistemi ile sermaye kontrolleri arasındaki ilişki şu şekilde ortaya konulabilir. Çift kur sisteminde hükümet tarafından sermaye hesabına hedef belirlenmektedir. Finansal döviz kurunun artış oranı ise sermaye hesabı hedefi ile uyumlu ve

¹⁷ Adams Charles and Greenwood Jeremy (1985), "Dual Exchange Rate Systems and Capital Controls: An Investigation", *Journal of International Economics*, Vol: 18, No: 1/2, p. 45-46.

* Eşitlikte yer alan $f = - (s_{t-1} - s_t) / s_{t-1}$ finansal döviz kurundaki değerlendirilmeyi ifade etmektedir.

¹⁸ Adams and Greenwood (1985), a.g.m., s.49.

¹⁹ Adams and Greenwood (1985), a.g.m., s.58.

ulusal tasarruf artışı sağlayacak şekilde tespit edilmektedir. Bu noktada hükümet tarafından özel finansal işlemlere bir anlamda vergi uygulanmış olmaktadır.

III. Tobin Vergisi

Uluslararası sermaye akımlarının etkileri ile ilgili olarak literatürde farklı görüşler sözkonusudur. İlk görüşe göre sermayenin gelişmiş ülkelere yönelmesi, gelişmekte olan ülkelere yönelmesi, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik etkinliğini arttırmaktadır. Bu durumun temel sebebi ise gelişmekte olan ülkelere sermayenin marjinal etkinliğinin gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olmasıdır²⁰. Sözkonusu şartlarda küçük miktardaki sermaye mobilitesi çıktı düzeyinde önemli miktarda değişikliğe neden olmaktadır. Ancak bazı çalışmalarda sermaye akımlarının etkileri konusunda farklı sonuçlara ulaşılmıştır²¹. Buna göre gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının büyüme üzerine olumlu etkileri sözkonusu değildir. Ayrıca sermayenin marjinal verimliliği gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere farklılaşsa dahi finansal liberalizasyonun kaynakları verimliliği yüksek olan sektörlerle yönlendireceğini kabul etmek finansal piyasalardaki asimetric bilgi nedeniyle mümkün değildir .

Uluslararası finansal piyasalarda asimetric bilgi sürecinin neden olduğu istikrarsızlıklar, Doğu Asya krizi sonrasında belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. Bu noktada sermaye akımlarının istikrarsızlık yaratıcı etkilerinin giderilmesi sürecinde özellikle spot döviz işlemleri üzerine vergi uygulanması, ilk kez James Tobin (1972,1978) tarafından ortaya atılmıştır. Tobin vergisinin öncelikli amacı kısa vadeli spekülative işlemlerin döviz piyasası üzerindeki istikrarsızlık yaratıcı etkilerini gidermektir.

Sermayenin serbest dolaşımı ve dalgalı kur sistemi, kamu otoritelerinin faiz oranlarını belirlemelerini ve iktisat politikalarına hakim olabilmelerini zorlaştırmaktadır. Gerek devletin ekonomik etkinliğini kaybetmesi, gerekse piyasa aktörlerinin rasyonel davranışlarını olumsuz etkilemesi nedeniyle Tobin, sermaye akımları sürecinde piyasaya müdahale etmenin bizzat finansal piyasaların yararına olduğunu öne sürmüştür²². Özellikle kısa vadeli sermayenin

²⁰ Lucas R. E (1990), "Why Doesn't Capital Flow Rich to Poor Countries", *American Economic Review*, Vol: 90, pp. 92-96.

²¹ Bhagwati Jagdish (1998), "The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, Vol: 77, No: 3, pp. 7-12. ve Eichengreen Barry (2000), "Taming Capital Flows", *World Development*, Vol: 28, No: 6, pp. 1105-1116.

²² Sarfati Metin (2003), "Tobin ve Vergisi", *İktisat Dergisi*, Sayı: 438, ss. 86-87.

faiz farklılıklarından yararlanarak ülkelerarasında dolaşımı, yöneldiği ülkelerde döviz piyasasında istikrarsızlıklara neden olmaktadır. Bu nedenle kısa vadeli spekülasyon sermayenin vergilendirilmesi konusu, 1990'lı yılların ikinci yarısında önemli tartışma konularından biri durumuna gelmiştir.

Finansal sermayenin mobilitesi, ulusal faiz oranı farklılıklarını azaltarak merkez bankaları ve hükümetlerin ulusal politika amaçları doğrultusunda para ve maliye politikaları uygulamalarını sınırlandırmaktadır. Yerleşik olmayan yatırımcıların ülke paralarına yönelik spekülasyon pozisyon almaları, rezerv kayıpları ile sonuçlanmakta ve ekonomilerde finansal istikrarsızlıklara neden olmaktadır.

Uluslararası piyasalardaki temel sorun, mal ve emeğin uluslararası fiyat değişimleri karşısındaki mobilitesinin, likit fonların uluslararası faiz değişimleri karşısındaki mobilitesinden düşük olmasıdır. Arz ve talep dengesine göre belirlenen mal ve emek piyasasındaki fiyatların ayarlanma hızı, döviz kurunu da içeren finansal aktif fiyatlarının ayarlanma hızına göre daha düşüktür. Bu durum sabit veya esnek kur sistemlerinde farklılık göstermemektedir. Uluslararası sermaye akımlarının ulusal ekonomilerde neden olduğu istikrarsızlıklar, kur rejimini değiştirmekle veya farklı uluslararası likidite araçları benimsemekle giderilemez²³. Tobin'e göre bu süreçte iki temel politika aracı söz konusudur. Bunlardan ilki ortak para birimi uygulamasıdır. Diğeri ise finansal piyasaların ülkeler arasında ayrılmasıdır. Bu şekilde merkez bankaları ve hükümetlerin ulusal amaçlarına göre politika uygulamaları kolaylaşmaktadır. Bu noktada önerilen temel politika aracı, bir ülke parasının başka bir ülke parasına dönüşümü sürecinde işlemin büyüklüğü ile orantılı olmak üzere, düzenli bir vergi uygulanmasıdır²⁴. Döviz piyasalarının istikrarı açısından spekülasyon nitelikli portföy yatırımlarının düzenlenmesi gerekmektedir.

Döviz piyasalarının istikrarı, spekülasyon nitelikli portföy yatırımlarının aşağıdaki şekilde düzenlenmesiyle sağlanabilir; 1. Rezervler azalmaya başladığında, faiz oranları yükseltilmelidir. Faiz oranlarındaki yükselme, ülke parası cinsinden tutulan likit aktiflerin tahmini potansiyel sermaye kayıplarını, dengeleyecek seviyede olmalıdır. 2. Merkez bankaları özel sektörün beklentilerini etkilemek amacıyla piyasalara müdahale etmelidir. 3. Döviz kuru değişiminden kaynaklanan tahmini sermaye kazançlarını dengelemek için işlem

²³ Tobin James (1978), " A Proposal for Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, Vol: 4, No: 3/4, p. 154.

²⁴ Tobin James (1978), a.g.m.,s.156.

vergisinin değeri arttırılmalıdır. 4. Kısa vadeli sermayeye çıkış yasakları getirilmelidir²⁵.

Spekülatif sermaye akımlarının ulusal piyasalardaki etkilerini gidermeye yönelik önlemler kur sistemlerine göre farklılaşmaktadır. Sabit kur sisteminde ülke parası döviz piyasasında baskı altında olduğunda, merkez bankası pariteyi savunmak için piyasaya rezervleriyle müdahalede bulunabilir veya kısa vadeli faiz oranlarını yükseltebilir. Faiz oranları döviz kurundaki tahmini düşüşü dengeleyecek kadar yükseldiğinde, faiz politikası uygulamalarında başarı sağlanmaktadır. Esnek kur sistemlerinde ise önemli büyüklükteki spekülatif pozisyonlar kurlarda kısa ve uzun vadeli dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu sistemde faiz politikası sadece ulusal paranın istikrarına yönelik olarak belirlendiğinde, kurun değerlendirilmesi yönünde baskılar oluşmaktadır. Bu noktada Tobin vergisi döviz kuru baskılarını azaltan bir uygulama olarak ortaya çıkmaktadır.

Esnek kur sisteminde spekülasyon, nominal ve reel döviz kurunun değişkenliğini arttırmaktadır. Bu durum özellikle bekleyişlerin esnekliği birden büyük olduğunda gerçekleşmektedir. Hicks'e (1946), göre herhangi bir X malının fiyatına yönelik bekleyişlerin esnekliği, gelecekteki tahmini fiyatlardaki yüzde değişimin, cari dönem fiyatlarındaki yüzde değişime oranlanmasıyla elde edilmektedir²⁶. Tahminler, finansal piyasalardaki fiyat değişimlerinin önemli unsurunu teşkil etmektedir. Herhangi bir ülke parasının fiyatının düşeceğine dair beklentiler arttığında, cari dönemde ülke parasının fiyatı düşmektedir.

Spekülasyonun büyüklüğü arttığında, döviz kurunun değişim hızı da artmaktadır. Bu durum, bekleyişlerin esnekliği birden büyük olduğunda gerçekleşmektedir. Cari dönem fiyatlarındaki yükselme, tahmini fiyatlarda da artışlara neden olmaktadır. Bu noktada gelecek dönem fiyat artışlarından hareketle, cari dönem para talebi artmaktadır. Söz konusu şartlarda fiyatlardaki artış oranı yükselmektedir. Herhangi bir ülke parasına olan talep, söz konusu paranın değerinde meydana gelen değişim oranı ile pozitif yönde ilişkilidir. Finansal piyasalarda istikrar sağlamak için bekleyişlerin esnekliğinin 1'den küçük olması gerekmektedir. Bu noktada uluslararası döviz işlemlerine uygulanacak bir işlem vergisi, hem kısa vadeli işlemlerin miktarını hem de

²⁵ Davidson P (1997), "Are Grains of Sand in the Wheels of International Finance Sufficient to do the Job When Boulders are Often Required", *Economic Journal*, Vol: 107, p. 674.

²⁶ Arestis Philip and Sawyer Malcolm (1997), " How Many Cheers for the Tobin Financial Transactions Tax, *Cambridge Journal of Economics*, Vol: 21, No: 6, pp. 760.

bekleyişlerin esnekliğini azaltmaktadır. Çünkü bu aşamada Tobin vergisi, piyasada oluşabilecek fiyat artışlarını engellemektedir. Döviz fiyatlarında meydana gelen değişimlere piyasanın verdiği tepkinin düşük olması, otoritelerin döviz kuru istikrarını sürdürmelerini kolaylaştırmaktadır²⁷. Bu noktada Tobin vergisi, iktisadi birimlerin bekleyişlerini etkileyerek belirsizlik azaltıcı bir işleve sahip olmaktadır.

Herhangi bir likit aktifin piyasa fiyatının gelecekte değer kazanması veya değer kaybetmesi olasılığı, aktifin piyasa değerini etkilemektedir. Potansiyel sermaye kazançları veya kayıpları cari dönem spot fiyatından ($P_s^{t^0}$), gelecek dönem tahmini spot fiyatının ($P_s^{t^1}$) çıkarılmasıyla elde edilmektedir. $P_s^{t^1} - P_s^{t^0} > 0$ olduğunda, aktif tutmak suretiyle sermaye kazancı elde edilmektedir. $P_s^{t^1} - P_s^{t^0} < 0$ olduğunda ise sermaye kaybı sözkonusu olmaktadır. Spesifik bir para birimi cinsinden q = finansal aktif tutmak suretiyle elde edilen tahmini geliri, c = aktifin maliyetini, T_s herhangi bir aktifin alınıp satılmasından kaynaklanan işlem maliyetlerini temsil etmektedir. Sözkonusu maliyetler özellikle kısa vadeli işlemlerde aktif talebini etkileyecek büyüklüğe ulaşabilmektedir. $(q-c) + (P_s^{t^1} - P_s^{t^0}) - T_s > 0$ olduğunda, likit aktifler satın alınmakta, $(q-c) + (P_s^{t^1} - P_s^{t^0}) - T_s < 0$ olduğunda ise satılmaktadır. Buna göre diğer şartlar veri olmak koşuluyla yatırımcılar, yüksek kazanç elde edebilecekleri aktiflere yönelmekte, aksi durumda ise sözkonusu aktifleri satmaktadırlar. Ancak kapalı ekonomilerde para sadece likit değer saklama aracı olarak kullanıldığında ne gelecekte net gelir akımı ($q-c = 0$) ve işlem maliyetleri (T_s) ne de sermaye kazanç ve kayıpları ($P_s^{t^1} - P_s^{t^0} = 0$) sözkonusu olmaktadır²⁸. Açık ekonomilerde ise yatırımcılar açısından likit aktiflerin tahmini gelirlerinin yanı sıra yabancı aktiflerin alım satımına yönelik işlem maliyetleri ile sermaye kazanç ve kayıpları da önem kazanmaktadır. Açık ekonomilerde gelecek dönem spot kurların düşeceğine dair beklentiler arttığında, fonların ülkelerarası hareketliliği artmaktadır.

Spekülatif nitelikli sermaye akımlarının döviz piyasasında neden olduğu istikrarsızlıkları gidermek için uygulanan Tobin vergisi, belli bir zaman sürecinde tahmini spot fiyatlardaki değişim ile cari dönem spot fiyatları arasındaki farkı arttırmaktadır. Tobin vergisi diğer düşük oranlı işlem maliyetleri gibi döviz kurunda küçük oranlı değişimlere neden olan spekülasyonu önleyebilmektedir²⁹. Geçici vergi artışları, ülke sakinlerinin dış

²⁷ Arestis and Sawyer (1997), a.g.m., s. 760.

²⁸ Davidson (1997), a.g.m., s. 674-675.

²⁹ Davidson (1997), a.g.m., s. 677.

piyasalardan borçlanma maliyetlerini arttırdığından, sermaye akımlarını azaltıcı etkileri sözkonusudur. Uluslararası döviz işlemlerine uygulanan vergi ayrıca para otoritelerinin ulusal faiz oranlarını geçici olarak dünya faiz oranlarının üzerinde belirlemelerine neden olmaktadır. Bu durum cari tüketimin efektif fiyatını gelecek tüketime göre yükseltmektedir. Bu noktada iktisadi birimler tüketimlerini gelecek döneme ertelemektedirler. Tüketim harcamalarındaki azalma ise ulusal paranın değer kaybına ve cari işlemler bilançosu açıklarının azalmasına neden olmaktadır³⁰.

Cari dönemde yabancı para cinsinden elde edilen kazançlara uygulanan vergiler, yabancı paraya olan spekülatif talebi azaltmaktadır. Sözkonusu şartlarda ulusal paranın değeri artmaktadır. Benzer bir sonuca yüksek ulusal vergi oranlarına karşılık olarak gelecekte yabancı ülkenin kur kontrolü uygulaması sözkonusu olabileceğine dair beklentiler arttığında da ulaşılabilmektedir. Bu noktada gelecekteki kur kontrollerinden kaçınmak için yabancıların ulusal paraya olan spekülatif talebi arttığında, ulusal para değer kazanmaktadır. Yabancı para cinsinden elde edilen kazançlara vergi uygulanması, ulusal iktisadi birimleri yabancı para cinsinden aktiflerden ulusal para cinsinden aktiflere yönlendirmektedir. Bu süreçte vergi oranlarının artırılması, servetin dağılımını da etkilemektedir. Yabancı para yerine ulusal paranın ikâme edilmesi, yabancı mallara olan talebi azaltarak sözkonusu malların nisbi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Bu durum servet dağılımının ulusal yatırımcılar lehine gelişmesine neden olmaktadır³¹. Kenen'e göre, döviz ile yapılan işlemlerin vergilendirilmesinde ulusal ve piyasa esaslı olmak üzere iki temel prensip sözkonusudur. 1. Vergilendirmede ulusal prensip esasının geçerli olduğu şartlarda vergiyi ödemekle yükümlü olan birim, işletme merkezinin bulunduğu ülkedir. Buna göre işletmenin diğer ülkelerde yaptığı işlemlerden doğan vergilerin, toplanması ve ödenmesi işletme merkezinin bulunduğu ülkeye aittir. Vergilendirmede ulusal prensip geçerli olduğunda, örneğin Londra'da ikamet eden tüm İngiliz ticaret birimlerinin, sınır ötesi işlemlerinden doğan vergiler İngiliz otoritelerine ödenmektedir. Ancak bu prensip esas alındığında, örneğin Amerikan şirketleri veya bankaları İngiltere piyasalarında işlem yaptıklarında, vergi ödememektedirler. Bu şirketlerin ait oldukları ülkelerde döviz işlem vergisi sözkonusu ise vergi o ülkeye ödenmektedir. Döviz işlemlerine herhangi bir vergi uygulanmadığında ise

³⁰ Reinhard and Smith (1998), s. 454.

³¹ Stockman Alan and Hernandez Alejandro (1988), "Exchange Controls, Capital Controls and International Financial Markets", *American Economic Review*, Vol: 78, No: 3, p. 369.

Amerikan şirketleri açısından önemli bir rekabet üstünlüğü elde edilmiş olmaktadır. Vergilemede ulusal prensip geçerli olduğunda yabancı yatırımlar vergilemede ulusal prensibin geçerli olduğu ülkeye yönelmektedir. 2. Piyasa esası prensibine göre ise vergi, ticaretin yapıldığı ülkeye ödenmektedir³².

Vergilendirmede ulusal prensip esasından hareketle farklı vergi düzenlemelerinin olduğu şartlarda, oluşabilecek haksız rekabetin önlenmesi amacıyla, uluslararası düzeyde bir döviz işlem vergisinin uygulanması gerekliliği artmaktadır.

Döviz ile yapılan bir işlemin, ülke içindeki yıllık kazanç oranı vergi kaçaklarını ve kur kazançlarını içerecek şekilde % i, yurtdışı kazanç oranı % i*, vergi oranı t, yatırım süresi y olduğunda Tobin vergisi, yurtiçi - yurtdışı kazanç oranlarına ve yatırım süresine bağlı olarak değişim göstermektedir. Ulusal yatırım ve yabancı yatırımlardan elde edilen kazanç oranlarının eşitlenmesi gereğinden hareketle, $(1+i^* y) (1-t)-t=1+i y$ olmaktadır. Yurtdışından elde edilecek kazançlar için, $i^* = (i y + 2t) / y (1-t)$ olarak ifade edilebilir. Yabancı aktiflerden elde edilen faiz kazançlarının ulusal paraya dönüştürüldüğü, ancak anaparanın yabancı para cinsinden tutulduğu şartlarda, yurtdışı piyasalardan aktif satın alan bir yatırımcı, aktif satın aldığı ve faiz kazançlarını ülkesine transfer ettiğinde iki kez vergi ödemek zorunda kalmaktadır. Bu şartlarda ulusal ve yabancı yatırımların kazançlarının eşitlenmesi gereğinden hareketle yurtdışı piyasalardan elde edilmesi gerekli kazanç oranı, $i^* y (1-t) - t = i y$ veya $i^* = (i y + t) / y (1-t)$ olmaktadır³³.

Herhangi bir spekülörün Dolar'ın Euro karşısında değer kazanacağını öngördüğü şartlarda, 1 haftalık bir süre için 1milyon Euro satarak 1.1 milyon Dolar satın aldığını varsayalım. Öngörülen vadede Dolar paritesi yükseldiğinde yeni durumda spekülör, 1.1 milyon doları 1.1 milyon Euro karşılığında satacaktır. Spekülörün bu işlemden kârı, 100.000 Euro'dur. Söz konusu şartlarda spekülörün kârına % 0,5'lik bir vergi uygulandığında spekülör, alış işlemi sırasında 5000 Euro vergi, satış işlemi sırasında ise 5500 Dolar (=5500 Euro) vergi tahsil edilmek üzere, toplam 10.500 Euro vergi ödeyecektir. Bu

³² KENEN P.B (1996), "The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions ", ed: Haq M Ul, Kaul I, Grunberg I, *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, Oxford: Oxford University Press, p. 111.

³³ Frenkel Jeffrey (1996), " How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", ed: Haq M Ul, Kaul I, Grunberg I, *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, Oxford: Oxford University Press, p.57.

noktada gerçekleşen kâra % 10.5 vergi uygulanmış olmaktadır³⁴. Spekülatörün kârına toplam işlem hacmi üzerinden uygulanan verginin efektif oranı, işlem sıklığının artmasına bağlı olarak yükselmektedir. Haftalık yapılan bir döviz alım satım işleminin maliyeti, % 1'lik bir nominal vergi oranından % 104'e ulaşırken, 10 yıllık bir zaman sürecinde Tobin vergisinin kümülatif maliyeti, % 0.2'ye düşmektedir.

Yıllıklandırılmış yüzdelerle ifade edilen Tobin vergisi, döviz ile yapılan işlemin alım ve satım sürecinde uygulandığından nominal vergi oranı, öncelikle 2 ile daha sonra aynı işlemin yılın her ayı, her haftası ve her günü yapıldığı varsayılarak 12, 52, ve 240 ile çarpılması suretiyle elde edilmektedir. Yıllıklandırılmış efektif oranlar olarak hesaplandığında, kısa vadeli işlemlere uygulanan % 1'lik bir verginin yıllıklandırılmış vergi yüzdesi % 100'e yaklaşmaktadır (Tablo: 2). Tobin vergisi uzun vadeli yatırımlar için önemli bir maliyet unsuru teşkil etmemektedir. Ülke paralarının değişimini içeren her türlü işleme uygulanan ad valorem özelliğe sahip Tobin vergisi, küçük parite değişikliklerinin öngörüldüğü şartlardaki spekülasyonu elimine edebilmektedir.

Tablo 2: Tobin Vergisinin Yıllık Efektif Oranı (Döviz kurlarının sabit olduğu varsayımıyla)

Nominal Vergi Oranı (%)	Efektif Vergi Oranı (Yıllık %)				
	1 hafta	1 ay	3 ay	1 yıl	10 yıl
0,01	1,04	0,24	0,08	0,02	0,002
0,05	5,2	1,2	0,4	0,1	0,01
0,1	10,4	2,4	0,8	0,2	0,02
0,15	15,6	3,6	1,2	0,3	0,03
0,2	20,8	4,8	1,6	0,4	0,04
0,25	26,0	6,0	2,0	0,5	0,05
0,5	52,0	12,0	4,0	1,0	0,1
1,0	104,0	24,0	8,0	2,0	0,2

Kaynak: Felix (1995) ve Peterson and Galliano (1998).

³⁴ Felix David (1995), Financial Globalization Versus Free Trade: The Case for the Tobin Tax, Discussion Paper No:108, Geneva: UNCTAD,s.23.

Tobin vergisi, ulusal paranın değişim sürecindeki işlemlere uygulanmaktadır. İşlemlerden elde edilen kazanç oranına uygulanmamaktadır. Verginin yatırımcıya getirdiği efektif yük ise işlemin uzunluğuna bağlı olarak değişmektedir. Frenkel'e göre, verginin uygulanabilirliği önemli bir sorundur³⁵. Bazı ülkelerin Tobin vergisini uyguladığı diğerlerinin uygulamadığı şartlarda döviz ile yapılan işlemler verginin uygulanmadığı ülkelere yönelmektedir.

Tobin vergisinin alternatifleri azdır. Sermaye akımlarının olumsuz etkilerinin giderilmesi konusunda, sermaye akımlarının vergilendirilmesi yerine ulusal piyasalarda yabancı aktif stokunun vergilendirilmesi bir alternatif olarak uygulanabilir. Bu tarz bir vergi, yabancı aktif tutmanın fırsat maliyetini yükselterek yatırımcıların ulusal aktiflere yönelmesini sağlamaktadır. Tobin vergisinin diğer bir alternatifi, kısa vadeli sermaye kazançlarına yüksek oranda uygulanan sermaye kazançları vergisidir. Ancak bu tarz bir verginin uygulanabilirliği, uluslararası düzeyde koordinasyonunun sağlanması bakımından oldukça zordur. Döviz kuru istikrarının vergilendirme yoluyla sağlanması uluslararası finansal piyasaların işleyişini engelleyen yüksek ve değişken vergi oranlarını gerektirmektedir. Buna karşın vergi oranları düşük olduğunda ise döviz piyasasında spekülasyonun önlenmesi konusunda yetersiz kalmaktadır. Bu noktada yeni vergi düzenlemeleri önerilmiştir.

Spahn'a göre, Tobin tarzı bir işlem vergisinin etkinliği düşüktür. Söz konusu vergi uluslararası finansal sistemdeki işlemlerin hacmini olumsuz etkilemekte ve spekülasyonu azaltmaksızın likidite problemlerine neden olmaktadır. Spahn tarafından bu noktada getirilen öneri, iki yanlı (two tier) bir vergilendirmedir. Buna göre döviz ile yapılan tüm işlemlerden düşük oranlı genel bir Tobin vergisi alınmalı, kısa vadeli döviz işlemlerinden elde edilen kazançlara ise ek döviz vergisi (surcharge) uygulanmalıdır. Düşük oranlı işlem vergisi, süreklilik arz eden ve uluslararası finansal piyasaların normal likidite fonksiyonlarını bozmaksızın gelir artışı sağlayan bir vergidir. Ek döviz vergisi ise işlem vergisi ile birlikte uygulanmalıdır. Ek döviz vergisinin temel amacı, döviz kuru değişkenliği ile bağlantılı olan negatif dışsallıkların vergilendirilmesidir. Spekülatif amaçlı olmayan döviz alım satım işlemlerinde sabit oranlı ek döviz vergisi vergi tabanının olmaması nedeniyle sıfırdır. Ek döviz vergisi spekülatif ticaretin söz konusu olduğu dönemlerde vergi tabanının

³⁵ Frenkel Jeffrey(1996), "Recent Exchange Rate Experience and Proposals for Reform", *American Economic Review*, Vol: 86, No:2, pp.153-158.

pozitif olmasına bağlı olarak uygulanmaktadır. İki yanlı vergilendirmenin uygulandığı sözkonusu sistemde döviz kuru bant içinde dalgalanmalı, bandın sınırlarına yaklaşıldığında ise vergi uygulamalarına başvurulmalıdır³⁶. Bu şekilde döviz kurları merkez bankası müdahaleleri olmaksızın ve uluslararası rezervler azalmaksızın, vergilendirme yoluyla amaçlanan düzeyde tutulabilecektir. Spahn tarafından ortaya atılan iki aşamalı Tobin vergisi önerisinde, spekülâtif nitelikli finansal işlemler engellenirken, normal ticaret işlemleri üzerinde herhangi bir etki meydana gelmemektedir.

Tobin vergisinin uygulanacağı parasal işlemlerin tanımlanmasında sorunlar bulunmaktadır. Tobin'e göre, vergi spot işlemlere uygulanmalıdır. Spot işlemlere dönüşmediği sürece finansal türev araçlarına uygulanmamalıdır. Buradaki temel amaç, para talebini ve arzını ve bundan dolayı spot döviz kurunu etkileyen işlemlerin vergilendirilmesidir. Ancak Tablo: 3 verileri dikkate alındığında verginin kapsamının forward ve swap işlemlerini içerecek şekilde genişletilmesi kaçınılmazdır.

Literatürde Tobin vergisinin para piyasalarının etkinliğini azalttığı ve döviz kuru dalgalanmalarını arttırdığına dair görüşler mevcuttur³⁷. Uygulamada belli başlı ülke paralarına yönelik önemli boyuttaki spekülâtif ataklar, kurlarda düzenlenme olacağına dair beklentilerin arttığı şartlarda meydana gelmiştir. Bu noktadaki belirleyici temel faktör ise döviz ile yapılan işlemlerin sıklığından ziyade kısa dönemde yapılan döviz satışlarının büyüklüğüdür. Sözkonusu şartlarda uygulanacak olan düşük oranlı bir işlem vergisinin etkisi önemsiz olmaktadır³⁸. Tobin vergisinin döviz kuru istikrarını sağlayacağı kesin değildir. Herhangi bir ülkeye ait para birimi spekülâtif baskı altında bulunduğu, uygulanan verginin maliyetinin tamamına yakın bir kısmı iskonto edilmiş olacağından işlemler üzerinde vergi bulunması fiyat dalgalanmalarını arttırabilecektir³⁹. Döviz ile yapılan işlemler spot, swap, forward olmak üzere üç

³⁶ Spahn Bernd Paul (1996), The Tobin Tax and the Exchange Rate Stability, *Finance and Development*, Vol:33, No:2, p.24.

³⁷ Stotsky Y J.G. (1996), "Why a Two Tier Tobin Tax Don't Work", *Finance and Development*, Vol:33, No:2, p.-28-29 ve Spahn Bernd Paul (2002), Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer, Frankfurt am Main.

³⁸ GRAHL John and LYSANDROU Photis (2003), " Sand in the Wheels or Spanner in the Works? The Tobin Tax and Flobal Finance", *Cambridge Journal of Economics*, Vol: 27, No:4, p.599.

³⁹ YILMAZ Celali (2002), "Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl: 4, Sayı: 24, s.61.

kategoriye ayrılabilir. Spot işlemler önceden belirlenen bir zaman sürecinde ülke paralarının cari orandan değişimini içermektedir. Forward işlemler ise önceden belirlenen bir zaman diliminde, cari dönemde üzerinde anlaşılan bir orandan ülke paralarının alım satımına dayanmaktadır. Fiyatlandırma, ülke paraları arasındaki faiz farklılığına göre belirlenen spot orandan yapılmaktadır. Döviz swaplarında ise spot işlemler ile forward işlemler aynı sözleşmede biraraya getirilmektedir. Bunun anlamı, spot işlemle satın alınan para toplamının aynı anda forward piyasada satılmasıdır. Swap işlemleri spot piyasada gerçekleştiğinden likiditeleri forward işlemlere göre yüksektir⁴⁰.

Tablo 3: Finansal Araç Türlerine Göre Döviz Piyasası İşlemleri (Milyar \$)

Para Piyasası Araçları	1992	1995	1998	2001
<i>Spot</i>	394	494	568	387
<i>Forward</i>	58	97	128	131
1hafta vadeli işlemler	-	50	66	51
7 gün ile 1 yıl arası vadeye sahip işlemler	-	44	59	76
1 yıl üzeri vadeye sahip işlemler	-	2	5	4
<i>Döviz swapları</i>	324	546	734	656
1 hafta vadeli işlemler	-	382	529	450
7 gün- 1 yıl arası vadeye sahip işlemler	-	155	192	197
1 yıl üzeri vadeye sahip işlemler	-	7	10	8
Toplam	776	1.137	1.430	1.173

Kaynak: Grahl and Lysandrou, 2003: 604.

Tablo 3 verilerinden hareketle finansal araç türlerine göre döviz piyasası işlemleri incelendiğinde, genellikle kısa vadeli olan toplam ticaret hacminin yarısının, döviz swaplarından oluştuğu görülmektedir. Ayrıca Tablo 3 verilerine göre, 2001 yılında uluslararası piyasalarda spot işlemlerde ve döviz swaplarındaki düşüş dikkat çekicidir. Bu süreçte 11 Avrupa ülkesinin Euro'ya geçişinin ve banka birleşmeleri gibi faktörlerin etkisi büyüktür.

⁴⁰ Grahl and Lysandrou (2003), a.g.m., s. 600.

Devalüasyon beklentilerinin arttığı şartlarda Tobin vergisi, ulusal para üzerindeki spekülâtif atakları azaltamamaktadır. Çünkü sözkonusu şartlarda verginin maliyeti, kısa vadeli döviz işlemlerinden elde edilen kazancın altında kalmaktadır⁴¹. İşlem vergisi ancak döviz swaplarını ve özellikle finansal piyasaları yeterli derinliğe sahip olmayan ülkelerde, finansal sisteme önemli dış kaynak sağlayan kısa vadeli banka borçlanmalarını sınırlandırmaktadır. Dış kaynak kullanımının az olduğu ve ulusal kredi piyasalarının etkin işlediği yüksek kapitalizasyon oranına sahip ülkelerde ise işlem vergilerinin etkileri düşüktür. Bu noktada önemli olan temel unsur, Tobin vergisinin gelişmiş ülke piyasalarını da içerecek şekilde dünya geneline yayılmasını sağlayarak günlük döviz işlemlerinden elde edilecek vergi hasılatını arttırmaktır. Tobin vergisinin uygulanma amacı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklılaşmaktadır.

Tobin, döviz ile yapılacak işlemlere uygulanan bir işlem vergisinin temel amacının sadece dış ticaret ve yatırımları istikrara kavuşturmak için kur dalgalanmalarını azaltmak değil, aynı zamanda döviz kurlarının gelişiminde merkez bankasının yetkilerini sınırlandırmak olarak belirtmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası kurlara genellikle faiz politikası vasıtasıyla müdahale etmektedir. Bu süreçte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında merkez bankası bağımsızlığı konusunda asimetri sözkonusu olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının döviz kuru piyasalarına müdahaleleri sınırlıdır. Oysa gelişmekte olan ülkelerde spekülâtif atak sözkonusu olduğunda merkez bankaları kuru döviz rezervlerini kullanarak korumaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde bu noktada döviz rezervlerinin kaybı borç krizlerine neden olmaktadır⁴². Gelişmekte olan ülkeleri vergi uygulamaya yönelten temel faktör, finansal piyasaları krize sürükleyebilecek nitelikteki kur dalgalanmalarını azaltmaktır. Yapısal sorunları büyük ölçüde çözümlenmiş finansal piyasalara sahip gelişmiş ülkeler açısından ise Tobin vergisinin uygulanması sözkonusu ülke hükümetlerinin sosyal amaçlı politikalarıyla açıklanabilecek bir konu durumundadır. Tablo:4 verileri dikkate alındığında kapitalizasyon oranı yüksek olan ülkelerde uygulanabilecek olası bir Tobin vergisinden elde edilebilecek hasılatın dünya ekonomisine önemli bir kaynak sağlayabileceği ortaya çıkmaktadır.

⁴¹ Grahl and Lysandrou (2003), a.g.m., s. 605.

⁴² Spahn (2002), a.g.e., s. 8.

Tablo 4: Başlıca Hisse Senedi Piyasalarındaki Nominal Değerler İtibariyle Kapitalizasyon Oranları (Milyar \$)

Ülke	Kamu Kesimi Tahvil Piyasası	Özel Kesim Tahvil Piyasası	Hisse Senedi Piyasası	Piyasa Kapitalizasyonu Toplamı
ABD	8.539	7.795	15.215	31.549
Japonya	4.566	1.814	3.194	9.574
İngiltere	440	1.020	2.612	4.072
Almanya	750	1.852	1.270	3.872
Fransa	663	719	1.447	2.829
İtalya	1.045	440	768	2.253
Kanada	524	273	780	1.577
Hollanda	163	471	640	1.274
Diğer	2.660	2.595	5.134	10.389
Toplam	19.350	16.979	31.060	67.389

Kaynak: Grahl and Lysandrou, 2003: 616.

Sonuç

Bretton Woods sonrası dönemde, sermaye akımları üzerindeki sınırlamalar aşamalı olarak kaldırılmıştır. Bu süreçte bankacılık kesimi, firmalar ve hanehalkının finansal aktif değişim maliyetleri azaldığından, kısa vadeli yatırım pozisyonlarında artışlar meydana gelmiştir. Genellikle gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye akımlarından kaynaklanan spekülasyonun döviz piyasalarında neden olduğu istikrarsızlıklar, kur dalgalanmalarını azaltıcı politika uygulamalarını gündeme getirmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde, kur dalgalanmalarının yanı sıra sermaye kontrolleri uygulamasını dolaylı olarak arttıran, bu ülkelere özgü başka faktörler de sözkonusudur. Gelişmekte olan ülkelerde kamu kesimi açıkları sermaye kontrolleri uygulamasını dolaylı olarak arttırmaktadır. Kamu kesimi açıkları merkez bankası kaynaklarıyla veya dış borçlanma ile finanse edildiğinde, enflasyon oranı yükselmekte ya da kamu kesimi yatırımlarından borç servisini karşılayacak kadar gelir elde edilemediğinde, dış borçlanma sürdürülemez boyutlara ulaşmaktadır. Kamu kesimi açıklarının enflasyonist etkilerini gidermek için daraltıcı para politikaları uygulandığında ise faiz farklılığına bağlı olarak spekülatif sermaye girişleri ve dış borçlanma artmaktadır. Bu noktada kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlandırılması gereği artmaktadır. Spekülasyonun döviz piyasasında neden olduğu istikrarsızlıklar otoriteleri, 1990'lı yıllarda kur değişkenliğini azaltıcı politika uygulamalarına yöneltmiştir.

Günümüzde esnek kur sistemlerinde uluslararası rezervler, organize olmuş istikrarlı finansal piyasaların devamlılığını sağlamak için kullanılmaktadır. Finansal piyasalardaki istikrar, spekülâtif özellikler taşıyan kısa vadeli sermaye akımlarının yönetimine bağlıdır. Döviz rezervlerinde kısa vadeli sermaye çıkışlarına bağlı olarak azalma meydana geldiğinde, otoritelerin döviz piyasası istikrarını sürdürmeleri zorlaşmaktadır.

Sermaye akımlarının kontrol altında tutulması sürecinde, öncelikle finansal piyasalarla ilgili yapısal düzenlemelerin yerine getirilmesi gerekmektedir. Aksi halde spekülâtif nitelikli sermaye akımlarının piyasalarda neden olduğu istikrarsızlıklara yönelik olarak uygulanacak kontroller için, daha katı makroekonomik politika araçlarına başvurmak gerekmektedir. Sözkonusu uygulamaların dışa açık ekonomi politikalarıyla bağdaşması mümkün değildir.

Spekülâtif sermaye akımlarının kuşkusuz gelişmiş ülke piyasaları üzerine de etkileri vardır. 1992 yılında Avrupa Para Sistemi içinde yaşanan kriz bu duruma örnek olarak gösterilebilir. Ancak bu etki, gelişmekte olan ülke piyasalarında olduğu gibi finansal krizlere dönüşmemektedir. Bu açıdan yapısal sorunları bulunmayan derinleşmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde spekülâtif ataklar, uygulanmakta olan kur politikalarında önemli düzeyde olmayan değişikliklerle giderilebilmektedir.

Döviz kuru istikrarının vergileme yoluyla sağlanması, yüksek ve değişken oranlı vergi düzenlemelerini gerektirmektedir. Tobin vergisi, süreç içinde uygulandığında etkin olabilecek bir vergidir. Vergi, sadece spekülasyonun yoğunlaştığı dönemlerde uygulamaya konulduğunda, bindelerle ifade edilen vergi oranları nedeniyle, spekülâtif işlemleri önlemek mümkün olamamaktadır. Ayrıca Tobin vergisinin sadece yabancı para cinsinden spot işlemlere uygulanması da yeterli değildir. Finansal araçların ikâme edilebilirliği verginin uygulanabilirliğini zorlaştırmaktadır. Yatırımcılar piyasada nakit parayı ikâme eden finansal araçlara yönelerek vergiden kaçınabilmektedirler.

Dünya piyasalarındaki günlük döviz ticaret hacminin yaklaşık olarak 2 trilyon dolar olduğu varsayıldığında, uygulanacak olan Tobin vergisinden sağlanacak hasılat ile önemli bir kaynak temin edilmiş olacaktır. Ancak verginin uluslararası düzeyde uygulanabilirliği, büyük ölçüde gelişmiş ülkeler tarafından kabul edilmesine bağlıdır. Tobin tarafından, "uluslararası finansal sistemin çarklarına, kum serpiştirme", olarak nitelendirilen işlem vergisinin büyüklüğü, sermaye akımının vadesine bağlı olarak değişmektedir. Tobin tarafından önerilen şekliyle işlem vergisi, kısa vadeli spekülâtif sermaye akımlarını

cezalandırıcı, uzun vadeli sermaye akımlarını ise etkilemeyecek büyüklükte belirlendiğinde, küreselleşme sürecini gelir dağılımı açısından iyileştirme yönünde adımlar atılabilecektir. Ancak uygulamada Fransa dışında diğer gelişmiş ülke parlamentolarının henüz gündemlerine almadıkları verginin uluslararası düzeyde uygulanabilirliği oldukça zor görünmektedir.

KAYNAKÇA

- ADAMS Charles and GREENWOOD Jeremy (1985), "Dual Exchange Rate Systems and Capital Controls: An Investigation", *Journal of International Economics*, Vol: 18, No:1/2, pp.43-63.
- ARESTİS Philip and SAWYER Malcolm (1997), " How Many Cheers for the Tobin Financial Transactions Tax, *Cambridge Journal of Economics*, Vol:21, No:6, pp.753-769.
- BHAGWATI Jagdish (1998), "The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, Vol:77, No:3, pp.7-12.
- BRANSON William, FRENKEL Jakop, GOLDSTEIN Morris (1990), *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*, Chigago University Press.
- COWAN K and DE GREGORIO J (1997), *Exchange Rate Policies and Capital Account Management*, Santiago: Univesity of Chili WP,
- DAVIDSON P (1997), "Are Grains of Sand in the Wheels of International Finance Sufficient to do the Job When Boulders are Often Required", *Economic Journal*, Vol:107, pp. 671-686.
- DE GREGORIO Jose (2000), "Real Exchange Rates and Capital Controls", Ed: Edwards Sebastian, *Capital Flows and the Emerging Economies*, Chigago: The University of Chigago Press, pp.247-250.
- DELLAS Harris and STOCKMAN Alan (1993), *Self Fulfilling Expectations, Speculative Attacks and Capital Controls*, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol:25, No:4, pp.721-730
- EDWARDS Sebastian (1995), *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- EDWARDS Sebastian (1999), "How Effective Are Capital Controls", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 13, No: 4, pp. 65-84.
- EDWARDS Sebastian (2000), "Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls", Ed: Edwards Sebastian, *Capital Flows and the Emerging Economies*, Chigago: The University of Chigago Press, pp. 197-246.
- EICHENGREEN Barry (2000), "Taming Capital Flows", *World Development*, Vol: 28, No: 6, pp. 1105-1116.
- FELIX David (1995), *Financial Globalization Versus Free Trade: The Case for the Tobin Tax*, Discussion Paper No: 108, Geneva: UNCTAD.

- FRENKEL Jeffrey (1996), "Recent Exchange Rate Experience and Proposals for Reform", *American Economic Review*, Vol: 86, No:2, pp.153-158.
- FRENKEL Jeffrey (1996), "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", ed: Haq M Ul, Kaul I, Grunberg I, *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, Oxford: Oxford University Press, pp. 41-77.
- GRAHL John and LYSANDROU Photis (2003), "Sand in the Wheels or Spanner in the Works? The Tobin Tax and Flobal Finance", *Cambridge Journal of Economics*, Vol: 27, No:4, pp.597-621.
- GUIDOTTI Pablo and VEGH Carlos (1992), Macroeconomic Interdependency Under Capital Controls, *Journal of International Economics*, Vol: 32, No: 3/4, pp. 353-364.
- HAQ Mahbub Ul, Kaul I, Grunberg I (1996), *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, Oxford: Oxford University Press.
- HICKS J.R (1946), *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, 2nd ed, Oxford: Oxford University Press.
- İYİBOZKURT Erol (2001), *Uluslararası İktisat, Teori, Politika, Uygulama*, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- KENEN P.B (1996), "The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions", ed: Haq M Ul, Kaul I, Grunberg I, *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, Oxford: Oxford University Press, pp. 109-129.
- KRUGMAN Paul (1979), "A Model of Balance of Payment Crises", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol: 11, No:3, pp.312-325.
- LANE Timoty and Suarez Liliana (1992), Credibility, Capital Controls and the EMS, *Journal of International Economics*, Vol:32, No:3/4, pp.321-327.
- LUCAS R. E (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries", *American Economic Review*, Vol:80, pp. 92-96.
- OECD (1993), Exchange Control Policy.
- OBSFELD Maurice (1986), "Capital Controls the Dual Exchange Rate and Devaluation", *Journal of International Economics*, Vol: 20, No:1/2, pp.1-19.
- PALLEY Thomas (2000), Destabilizing Speculation and the Case for an International Currency Transactions Tax, Global Policy Forum.
- PATTERSON Ben and MICKEL GALLIANO (1998), *How The Tax Would Work*, Luxembourg: EU, Directorate General Economic Affairs Division.
- REINHARD Carmen and SMITH Todd (1998), "The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows", ed: Glick Reuven, *Capital Flows and Exchange Rates*, Cambridge: Cambridge University Press , pp. 436-464.
- REINHARD Carmen and SMITH Todd (2002), "Temporary Controls on Capital Inflows", *Journal of International Economics*, Vol: 57, No: 2, pp. 327-351.
- SARFATI Metin (2003), "Tobin ve Vergisi", *İktisat Dergisi*, Sayı: 438, ss. 86-87.
- SPAHN Bernd Paul (1996), The Tobin Tax and the Exchange Rate Stability, *Finance and Development*, Vol: 33, No: 2, pp. 24-27.

- SPAHN Bernd Paul (2002), Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer, Frankfurt am Main.
- STOTSKY J.G. (1996), "Why a Two Tier Tobin Tax Don't Work", *Finance and Development*, Vol: 33, No: 2, pp.-28-29.
- STOCKMAN Alan and HERNANDEZ Alejandro (1988), "Exchange Controls, Capital Controls and International Financial Markets", *American Economic Review*, Vol:78, No:3, pp.362-374.
- TOBIN James (1972), *The New Economics, One Decade Older*, Princeton: Princeton University Press, pp.88-93.
- TOBIN James (1978), " A Proposal for Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, Vol:4, No: 3/4, pp.153-159.
- YAY Turan (2003), "Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme", *İktisat Dergisi*, Sayı: 438, ss. 1-33.
- YILMAZ Celali (2002), "Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl: 4, Sayı: 24, ss.60-71.