

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YABANCI
PORTFÖY YATIRIMLARI VE TÜRKİYE

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DEVİRİM KILIÇOĞLU

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

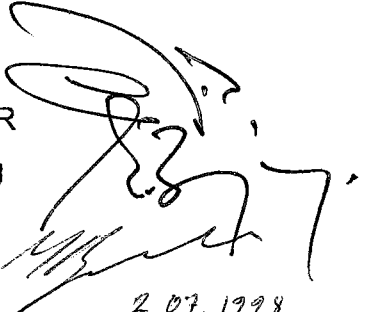
Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 8 Haziran 1998

Tezin Savunulduğu Tarih : 23 Haziran 1998

Tez Danışmanı : Prof.Dr.Ertuğrul TOKDEMİR

Diğer Jüri Üyeleri : Prof.Dr.Fahir BİLGİNOĞLU

Doç.Dr.Mehmet BOLAK


2.07.1998

HAZİRAN 1998

ÖNSÖZ

Piyasaların global anlamda etkinliği ve bütünleşmesi yirminci yüzyılın en önemli ekonomik gelişmelerinden birisidir. Bunda iletişim teknolojisi alanındaki gelişmelerin etkisi ve finans sektöründeki modernleşmenin payı büyüktür. Bilgi teknolojisindeki hızlı ilerlemeler, globalleşmeyi sağlarken, finansal piyasa işlemlerinde etkinliği artırmış ve işlem maliyetlerini azaltmıştır.

Çalışmada uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere etkisi incelenmiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasında Türkiye, örnek ülke olarak detaylı bir şekilde araştırılmıştır. Ülkeler günümüzde, yerel piyasaların global piyasanın bir parçası olduğunun bilincinde hareket etmektedir. Bu bilinçle, uluslararası serbest ticaretten sonra sermaye hareketleri önem kazanmıştır.

Yüksek lisans tezimin hazırlanmasında değerli yardımları esirgemeyen Sayın Hocam Prof.Dr. Ertuğrul Tokdemir'e , İstanbul Teknik Üniversitesi kütüphane çalışanlarına, Bilkent Üniversitesi kütüphane çalışanlarına, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Görevlilerine, İstanbul Ticaret Odası mensuplarına ve Yabancı Sermaye Derneği çalışanlarına teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ

ÖZETvii

SUMMARYviii

GİRİŞ 1

1. ULUSLARARASI SERMAYE VE PİYASALARIN TANIMLANMASI 3

1.1 Uluslararası Sermaye Hareketleri..... 3

1.2 Dolaysız Yatırımlar 4

1.3 Portföy Yatırımları 5

1.4 Gelişmiş Piyasalar 6

1.5 Bölgesel Piyasalar 8

1.6 Uluslararası Finansal Piyasalar 8

1.7 Yeni ve Hızla Gelişmekte Olan Piyasalar 11

2. GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR..... 13

2.1 Makro Ekonomik Gelişmeler ve Ekonomik Kalkınma..... 13

2.2 Ekonomilerin Liberalleşmesi..... 18

2.2.1 Dış Ticaretin Liberalleşmesi..... 18

2.2.2 Finans Kesimindeki Gelişmeler 19

2.2.3 Finansal Teşvikler..... 20

2.2.4 Dış Mali İşlemlerin Liberalleşmesi.....	21
2.3 Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesi	25
2.3.1 Piyasa Düzenlemelerin Fonksiyonları	26
2.3.2 Düzenlemenin Amaçları.....	27
2.3.3 Gelişmekte Olan Piyasalarda Düzenleyici Sistemler.....	28
3. ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI ANALİZİ.....	31
3.1 Uluslararası Portföy Yatırım Kararlarında Risk Faktörlerinin Gruplandırılması31	
3.1.1 Global Risk	32
3.1.2 Ülke Riski	33
3.1.3 Mikro Ekonomik Risk	35
3.2 Uluslararası Portföy Yatırımları ve Fiyatlama Modeli.....	36
3.2.1 Modern Portföy Teorisi ve ICAPM	36
3.2.2 Uluslararası Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (ICAPM).....	40
4. GELİŞMEKTE OLAN SERMAYE PİYASALARINDA PORTFÖY YATIRIMLARI.....	42
4.1 Gelişen Sermaye Piyasalarında Sermaye Yatırımları.....	42
4.2 Yabancı Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ükelere Etkileri.....	46
4.3 Gelişmekte Olan Piyasalardaki Yatırımcılar ve Motivasyonları	50
4.3.1 Yüksek Getiri Arayışı ve Düşük Değerlemeler	52
4.3.2 Uzun‘Vadeli Portföy Yatırımları	55
4.3.3 Global Şirketler	63
4.4 Özelleştirme ve Gelişmekte Olan Piyasalar.....	63
4.5 Teknolojik Değişmeler	65
5. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI.....	67
5.1 Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Gelişimi	67
5.1.1 24 Ocak Kararları Kapsamında Yabancı Sermaye.....	76

5.2 Türk Sermaye Piyasası Gelişim Süreci	81
5.3 Türkiye’de Yabancı Sermayeyi Teşvik Edici Uygulamalar	84
5.3.1 Finansal Liberalizasyon.....	84
5.3.2 Özelleştirme	85
5.3.3 Vergi Politikaları	87
5.4 Türkiye’ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımları.....	90
5.4.1 Türkiye’deki Yabancı Portföy Çeşitleri	92
5.4.2 Ülke Fonları ve Türkiye.....	94
5.5 Yabancı Portföy Yatırımcılarının 1998 Yılında Türkiye Hakkında Görüşleri ve Beklentileri.....	96
5.5.1 Yabancı Portföy Yatırımcılar Hisse senedi Alırken Dikkat Ettikleri Kriterler ve İlgilendikleri Sektörler	97
5.6 Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımlarının İstatistikî Analizi Ve Değerlendirilmesi	101
6. SONUÇ.....	104
KAYNAKLAR.....	108
ÖZGEÇMİŞ	112

TABLO LİSTESİ

TABLO 2-1 : Gelişmekte Olan Piyasalara Giriş-Çıkış Yatırım Düzenlemelerinin Bir Özeti (1993)	23
TABLO 3-1 : Ülke Riskleri.....	34
TABLO 4-1 : 1981-1997 Yılları Arasında Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarının Aylık Getiri Oranları Arasındaki Korelasyon Katsayıları.....	45
TABLO 4-2 : Hisse Senedi Fiyatları ve Net Yabancı Portföy Alım-Satım İşlemleri : Gelişmiş ve Gelişen Sermaye Piyasaları 1986-1993.....	47
TABLO 4-3 : Fiyat Endeksi, 1993 Yılı Performans Özeti	54
TABLO 4-4 : IFC Fiyat Endeksleri (1984=100;USD)	56
TABLO 4-5 : Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Piyasaların Fiyat Endekslerinin Standart Sapması (1991-1996).....	57
TABLO 5-1 : Yabancı Portföy Yatırımları (Milyon ABD Doları)	90
TABLO 5-2 : Yurtdışında Yerleşik Kişilerce Satın Alınan/Satılan Türk Menkul Kıymetleri (Milyon Dolar)	93
TABLO 5-3 : 1998 Yılı Ocak Ayında Yabancı Portföy Yatırımcılarının İşlemleri	98
TABLO 5-4 : 1998 Yılı Şubat Ayında Yabancı Portföy Yatırımcılarının İşlemleri	99
TABLO 5-5 : 1998 Yılı Mart Ayında Yabancı Portföy Yatırımcılarının İşlemleri	100

ÖZET

Ülkeler günümüzde, yerel piyasaların global piyasanın bir parçası olduğunun bilincinde hareket etmektedir. Bu bilinçle, uluslararası serbest ticaretten sonra sermaye hareketleri önem kazanmıştır.

1980 öncesi dönemde, ülkeler arası sermaye hareketleri, genel olarak banka kredileri, hükümetler arası krediler ve özellikle doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmiştir. 1980'li yıllarda ise uluslararası sermayenin serbest dolaşımını sağlayan koşullarla birlikte sadece getiri amaçlı sayılabilecek portföy yatırımları ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu yıllarda uluslararası yatırımcılar ABD, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa, İsviçre gibi geleneksel gelişmiş piyasalarda yoğunluk kazanmıştır. 1990 yılına doğru yeni kazanç fırsatlarını geliştirmekte olan ülkelerde gören uluslararası yatırımcılar sermaye hareketlerini geliştirmekte olan piyasalara doğru yönlendirmişlerdir. Geliştirmekte olan piyasalardan Latin Amerika ülkesi olan; Brezilya, Arjantin, Meksika ve Şili, Asya ülkesi olan; Tayland, Tayvan, Güney Kore ve Hindistan ve Avrupa ülkesi olan; Portekiz, Yunanistan, Türkiye ve Polonya portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen global sermaye hareketlerinde önemli paya sahiptir.

Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'deki menkul kıymet yatırımlarında 1989-1997 yılları arasında önemli artışlar kaydedilmiştir. Ancak bu artışlar, dünyadaki toplam portföy yatırımları dikkate alındığında oldukça düşük seviyelerde kalmaktadır. Bu nedenle yakın gelecekte, Türkiye ekonomisi ve sermaye piyasalarında yaşanacak olumlu gelişmeler paralelinde yabancı portföy yatırımları açısından Türkiye'nin cazip bir Pazar olma potansiyelinin artırılması yönündeki çalışmalar ekonomik kuruluşlar ve akademik çevrenin koordinasyon ve işbirliği ile yapılmalıdır.

SUMMARY

This study examines the benefits of portfolio investment in the stock markets of politically risky countries by evaluating the effects of political risk constraints on the performance of a portfolio of international stocks.

The benefits of international portfolio diversification have been recognized for decades. Using data on stock markets of major developed countries numerous empirical studies have been documented the benefits of international portfolio diversification. Specifically, these studies have shown that global diversification allows for reduced total risk without sacrificing expected returns. An internationally diversified portfolio is substantially less risky than a purely domestic portfolio because stock returns display much lower positive correlation across countries than within a country. Contrary to the evidence based on studies from recent decades, the benefits of international portfolio diversification across developed countries could be less significant in the nineties. Thus in its September 1991 issue, the Economist reported that for the three years preceding March 1991, the correlation between New York's S&P 500 and European and East Asian equivalents was .76. During the six years prior to this period the correlation was less than .5.

In the light of the evidence on the greater integration of developed stock markets, portfolio managers should consider investing in non-developed or developing countries. Indeed, parallel to the growing integration of the developed stock markets, a new phenomenon took place: the emergence of the new financial centers in Asia (Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, South Korea, Taiwan and Thailand) in the eighties, and in South America (Argentina, Brazil, Chile, Mexico and Venezuela) in the nineties. Today, these developing markets are generally

referred to as “emerging markets” Investing in developing markets is appealing because the benefits of international diversification into these markets can be substantial. Thus it’s reported that the developing markets have done better than the developed markets over the 1986-1997 period. During this period the annualized total return to the International Finance Corporation Emerging Markets Composite Index was 19.7% as compared to 12.6% for the Financial Times World Index of the developed markets. Furthermore, it’s found that, over this eleven-year period, while the developing markets were more volatile than the developed markets, they were relatively uncorrelated with each other and with developed markets. Thus, diversifying into developing markets reduces portfolio risk.

It’s noted that the political risk, particularly in developing markets, could influence the international portfolio investment decision. Although there is political risk in developing countries, foreign investment continues to make portfolio investments since they can get good profit from developing markets by the help of great volatility.

In Turkey, foreign portfolio investments can be noticed from the beginning of 1986 when many laws are done for foreign investors. In this study, the effects of foreign portfolio investments in Turkey are examined and it’s thought that foreign portfolio investment in developing countries for a long period is useful for these countries, so developing countries should try to get more foreign portfolio investments to their countries.

GİRİŞ

Son yıllarda dünya finans literatüründe en çok tartışılan konulardan biri gelişmekte olan piyasalar ve bu piyasalarda gerçekleştirilen uluslararası portföy yatırımlarıdır.

Bilindiği üzere gelişmekte olan sermaye piyasaları, gelişen hisse senedi ve tahvil piyasaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Uluslararası Finans Kurumunun tanımlarına göre, bir hisse senedi piyasası, sadece o ülkenin kişi başına düşen gayri safi milli hasılasının belli bir seviyenin altında olması durumunda, gelişen hisse senedi piyasası olarak kabul edilmektedir. Gelişen tahvil piyasaları ise, piyasanın konumundan çok, borçlanan ülkenin kredi derecesine göre değerlendirilmektedir.

Uluslararası sermaye hareketinin hızlanmasında ve toplam portföy yatırımlarının gelişmesinde en önemli faktörlerden birisi portföy yaklaşımının uluslararası kapsamda geçerli olmasıdır. Birçok gelişmekte olan ülke piyasasının çok riskli olmasına rağmen yatırım tercihlerinde yer almaları, uluslararası yatırımların beklenen getiri-risk yaklaşımı ile değerlendirildiğini göstermektedir. Portföyün firmalar, sektörler ve finansal araçlara göre çeşitlendirilmesinin ötesinde uluslararası boyutta gerçekleştirilmesi ile daha verimli portföyler elde edilebilmektedir. Bugün, birçok gelişmiş piyasanın uzman yatırımcıları portföylerinde gelişmekte olan ülkelere özel paylar ayırmakta ve fonlar oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan bir piyasa konumundaki Türkiye de, global piyasa etkinleşmesi sürecinde yerini almaktadır. Dünya geneline paralel olarak, yabancıların Türkiye’de doğrudan yatırım ve portföy yatırımı yapabilme imkanları 1980 sonrasında ekonomik liberalizasyon programı dahilinde kolaylaştırılmış ve yabancı sermayeyi teşvik edici düzenlemeler getirilmiştir.

Türk sermaye piyasalarında yaşanan hızlı gelişme trendiyle birlikte yurtdışında yerleşik kişiler, Türk menkul kıymet piyasalarında portföy oluşturabilmekte ve menkul kıymet alım-satım işlemlerini yurtiçinde yerleşik kişiler için geçerli olan kurallara uymak suretiyle gerçekleştirebilmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde uluslararası sermaye yatırımları ve gelişmekte olan piyasalar farklı kriterler kullanılarak tanımlanmış ve ortak özellikleri incelenmiştir.

İkinci bölümde gelişmekte olan piyasalar ayrıntılı şekilde araştırılmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinde, yatırımcılar açısından en önemli noktaların başında risk gruplarını belirleyerek etkin bir portföy oluşturmak gelir. Bu bağlamda, Üçüncü Bölümde uluslararası yatırım kararlarında portföy yaklaşımı, beklenen getiri-risk kavramları ve uluslararası fiyatlama modeli açıklanmaktadır.

Dördüncü Bölümde, çalışmanın temel amacına uygun olarak, gelişen sermaye piyasalarındaki portföy yatırımlarını ayrıntılı olarak ele alınmaktadır. Burada gelişen sermaye piyasalarının portföy yatırımlarını çekme çabaları ve yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomilerine etkileri verilmekte ve piyasalar arası karşılaştırma yapılmaktadır.

Türk Sermaye Piyasasında Yabancı Portföy Yatırımları başlığını taşıyan Beşinci Bölümde, Türkiye'deki sermaye hareketleri geniş kapsamda anlatılmaktadır. Bölüm kapsamında, Türk sermaye piyasasının gelişim süreci ve Türkiye'ye yönelik yabancı portföy yatırımları incelenmektedir.

Sonuç bölümünde, çalışma kapsamında ele alınan konuların genel bir değerlendirilmesi yapılmakta ve çalışma amacına uygun olarak beklenen öngörü ve öneriler sunulmaktadır.

1. ULUSLARARASI SERMAYE VE PİYASALARIN TANIMLANMASI

1.1 Uluslararası Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye akımları ekonomik kalkınma amaçlı ve özel yatırımlar olmak üzere iki grupta incelenebilir. Bu çalışmanın kapsamını uluslararası özel sermaye akımları oluşturmaktadır. Ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmak amacıyla yapılan yatırımlarda yabancı sermaye bir ülkeye, teknolojik altyapıyı oluşturmak, lisans, patent hakkı gibi gayri maddi haklar ve hizmetler sağlamak üzere gelmektedir. Yabancı sermaye, kısa süre içerisinde ülke ekonomisine finansal veya teknolojik kaynak ekleyici bir fonksiyona sahiptir.¹

Yabancı sermayenin ülke ekonomisine çekilmesindeki amaç, ekonomik kalkınmayı sağlamak üzere gerek duyulacak sermayenin bir kısmının dış kaynaklardan temin edilebilmesidir. Bu bakımdan yabancı sermaye ekonomiye kısa vadede rahatlık getirecek bir araç niteliğindedir. Devletin resmi kuruluşlar aracılığıyla birbirlerine sağladıkları yardımlar da kalkınma amaçlı sermaye akımları olarak değerlendirilir.

Fon talep edenlerle arz edenlerin ülkeler arası para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler uluslararası özel sermaye akımlarıdır.² Tasarruf sahiplerinin uluslararası para piyasalarında ellerinde bulundurdıkları fonları mevduat olarak bankalara yatırmaları ve bankaların bu kaynakları kredi olarak plase etmesi

¹ BULUTLUOĞLU,Kenan,Türkiye’de Yabancı Sermaye,Gerçek Yayınevi,İstanbul 1990,s.5

² SEYİDOĞLU,Halil,Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları 11.Baskı,İstanbul 1996,s.231-233

uluslararası para piyasası işlemlerini oluşturur. Fon talep eden işletme ve kuruluşların ihraç ettikleri tahvil ve hisse senetlerini uluslararası sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine satmaları sermaye piyasası işlemlerini oluşturur.

1.2 Dolaysız Yatırımlar

Her ne kadar özel kişilerin de yabancı ülkelerde, örneğin bir taşınmaz mal satın almak şeklinde dolaysız yatırım yapmaları düşünülebilirse de, bu tür yatırımların payı ihmal edilebilecek kadar düşüktür. Günümüzde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının tamamına yakın bölümü çok uluslu şirketler tarafından yapılır.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları, bir büyük firmanın ana merkezinin bulunduğu ülke dışındaki yerlerde, yeni bir şirket kurması veya var olan bir yerli firmayı satın alarak ya da sermayesini artırarak kendine bağlı bir duruma getirmesi biçiminde tanımlanabilir.³ Burada yatırımı yapan asıl şirkete “ana şirket”, yabancı ülkede edinilen şirkete de “yavru şirket”, “yabancı sermaye şirketi” veya “şube”denilmektedir.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının en önemli özelliklerinden birisi, bunların yalnızca yavru şirketin mülkiyetini elinde bulundurmakla kalmamaları, aynı zamanda onun yönetimini de denetimleri altında bulundurmalarıdır. Yavru şirket genellikle, ana şirketin elinde bulunan teknoloji, ticari sırlar, yönetim bilgileri, ticaret unvanı ve öteki kolaylıklardan yararlanma ayrıcalığına sahiptir. Karşılığında ise, kazanılan karlar, kısmen veya tamamen ana şirkete aktarılır.

Çok uluslu şirket, yabancı ülkede dolaysız sermaye yatırımı yaparken o ülkeye genellikle döviz transfer eder. Ana özellik bu olmakla birlikte, bazen ev sahibi ülkeye döviz girişi olmadan da dolaysız yatırım gerçekleştirilebilir. Bunun bir yolu, yabancı sermayenin ülkeye üretimde kullanılacak makine, donatım gibi fiziki üretim

³ SEYİDOĞLU,a.g.e.s.645

araçları şeklinde gelmesidir. Bazen de döviz veya yatırım malı olarak değil, lisans, teknik bilgi ve know-how gibi gayri maddi haklar biçiminde gelebilir.

Konuyu özetlemek gerekirse, ev sahibi ülke açısından dolaysız sermaye yatırımları, döviz transfer edilerek ya da böyle bir transfer olmadan, aynı sermaye ve gayri maddi hakların girişi veya yerel kaynaklardan finansman yollarıyla gerçekleştirilebilir.

1.3 Portföy Yatırımları

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.

Portföy yatırımları uluslararası ve piyasalar arası yapılabilmektedir. Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslararası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında bir merkezde gerçekleşmesi piyasalar arası işlemlere örnektir. Dünyada portföy yatırımlarının içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi yatırımlarının hacimlerinin ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşımdan faydalanılmaktadır.

Birinci yaklaşım, belli bir süre itibarıyla toplam uluslararası hisse senedi alımları ile toplam uluslararası hisse senedi satışları arasındaki fark alınarak net yatırım miktarı bulunur. Bu yabancı yatırımcıların uluslararası varlıklara tahsis ettikleri taze para miktarıdır. Net hisse senedi yatırımları fon ihraç eden ülkeler bazında nakit çıkışlar ve fon ithal eden ülkeler bazında fonların nakit girişleri izlenilerek iki şekilde hesaplanabilir. Bir ülkeden çıkan sermayenin diğer bir ülkede yatırıma

dönüştürüldüğü varsayımıyla bu iki yaklaşımdan elde edilen tutarların eşit olması beklenmektedir.

İkinci yaklaşım ise, belirli bir süre itibarıyla alım ve satımlar toplanarak hisse senedi yatırımları global olarak izlenebilir. Bu yöntemle sermayenin giriş ve çıkış yönleri gözlenemez.

1.4 Gelişmiş Piyasalar

Globalleşme, dünyadaki ekonomik unsurların tam bir serbesti ile ulusal boyutta değil, dünya boyutunda belirlenmesidir. Finansal piyasalardaki globalleşme, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki önemli gelişmelerden birisidir. Dünyadaki uluslararası ticaret ve sermaye hareketlerinde değişim aracı olarak kullanılan uluslararası paranın sağlanmasında hükümet ve bankaların etkisi; politik ortama, zamana ve finansal teknolojiye bağlı olarak değişim göstermektedir.

Gelişmiş bir piyasada, finansal arz ve talepler en etkin bir şekilde finansal kuruluşlar tarafından karşılanır. Uluslararası bir niteliğe sahip olmasa da yerel bir piyasa da gelişmiş bir piyasa özelliklerini taşıyabilmektedir. Gelişmiş piyasayı temsil eden özellikler, piyasaların işlemsel hacimleri, likidite, ürün çeşitliliği ve derinliği, piyasa giriş ve çıkış kısıtlamalarının bulunmayışı vb etkinlik kriterleri olarak sayılabilir. Birincil olarak ABD'deki New York Borsası olmak üzere, Japonya'da Tokyo, İngiltere'de Londra Borsası gelişmiş sermaye piyasalarına örnektir. Yine aynı ülkelerin para piyasaları da gelişmiş konumdadır.

Genel olarak gelişmiş piyasaların organizasyonel yapısında aşağıdaki yönetsel faktörler dikkat çeker:⁴

⁴ PARASIZ, İlker, Yıldırım, Kemal, Uluslararası Finansman, Ezgi Kitabevi, I. Baskı, Bursa 1994, s312-313

- ulusal bankalara uluslararası piyasalarda faaliyette bulunabilme kolaylıklarının sağlanması,
- komisyon oranlarının pazarlıkla belirlenmesi,
- uluslararası piyasalara girişlerde yabancı bankalar ve aracı kurumlara ulusal piyasalara girişte uygulanan düzenlemelerin getirilmesi

Finansal piyasalarda son yıllarda hızla devam eden globalleşme sürecinde uluslararası bankacılıkta artan bir rekabet yaşanmaktadır. Şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için menkul kıymet ihracı ve borç verme konularında Kıta Avrupa'sında bankaların hakimiyeti 1980'li yılların sonuna dek sürmüştür. ABD'de 1987 Ekim'inde yaşanan finansal kriz sonrasında mali alanda getirilen düzenlemeler ile bankaların faaliyet alanları genişletilmiştir. Japonya'da 1980'li yılların sonuna doğru yapılan yasal düzenlemelerle, menkul kıymet piyasalarında rekabet güçleri artırılmıştır. Ayrıca Japonya'da gerçekleştirilen liberalleşme çalışmaları sonucunda Japon menkul kıymet borsasında yeni menkul kıymet ihraçlarında önemli ölçüde artışlar kaydedilmiştir.

Yıllar itibariyle gelişmiş piyasalara yapılan yatırımlar incelendiğinde en çok yatırımın Avrupa'ya yapıldığı görülmektedir. Gelişmiş piyasalara yapılan yatırımlar, dünyada toplam net hisse senedi yatırımları içerisinde 1991'de %79, 1992'de %56 ve 1993'de %66 paya sahiptir. Gelişmiş ülke piyasalarına yapılan net hisse senedi yatırımları toplamı 1993'te toplam 104.7 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Bunun içinde en fazla yatırım, 56.1 milyar ABD Doları ile Avrupa ülkelerine yapılmıştır. Bunu 28.6 milyar ABD Doları tutarındaki Kuzey Amerika ülkelerine yapılan yatırımlar ve 20 milyar ABD Doları tutarındaki Japonya'ya yapılan yatırımlar izlemektedir.

1993 yılında ABD ekonomisinde bir canlanma yaşanmış, uygulanan düşük faiz politikasının etkisiyle, %2.8 oranında bir büyüme sağlanmıştır.⁵ Aynı yıl Avrupa Birliği ülkelerindeki büyüme negatif olmuştur. ABD'deki büyüme dünya

⁵ DOĞAN, Aykon, "Ekonomideki Karamsar Hava Dağılıyor", İktisat Dergisi Özel Sayı: İktisadi Kriz ve Değişim Dinamikleri, Ağustos 1994, s. 10

ekonomisindeki olumlu gelişmenin işareti olarak değerlendirilmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerindeki canlanma, gelişen ülkelere giden sermayenin önümüzdeki dönemde bu ülkelere geri dönmesine neden olabilir. Ancak uzun vadede gelişen ülkelere sermaye akımının sürmesi beklenmektedir.

1.5 Bölgesel Piyasalar

Coğrafi konumları itibariyle birbirlerine yakın olan ülkelerin, izledikleri para ve sermaye politikaları çerçevesinde sermaye piyasalarında bir entegrasyon oluşturmaları sonucunda oluşan piyasalar bölgesel piyasalar olarak adlandırılmaktadır.

Bölgesel piyasalara örnek olarak Nordquote sistemi verilebilir. Nordquote; İskandinav ülkeleri olarak tanınan Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç'te borsalar arası bilgi iletişim sistemine dayanan ülkeler arası ortak bir işbirliği anlaşmasıdır. Bu sistem ile Kopenhag, Helsinki, Oslo ve Stockholm borsalarında İskandinav ülkelerine ait hisse senetlerinin alım satımı gerçekleştirmek mümkün olmaktadır. 1994 yılı Nisan ayında kurulan Nordquote sisteminde işlem gören 83 firmaya ait 105 hisse senedi bulunmaktadır. Bu sistem İskandinav ülkeleri arasında hisse senedi ticaretini artırmanın yanı sıra yabancı yatırımcılara İskandinav ülkeleri piyasasını en iyi biçimde tanıtmaya amacı da taşımaktadır.

1.6 Uluslararası Finansal Piyasalar

Dünyada birçok finansal piyasa yabancı yatırımcılar için de işlem yapılması yaygın ve cazip konumdadır. Bu piyasalarda kolaylıkla hem yerli, hem yabancı olmak üzere fon arz ve talep edenler karşılaşır. En önemli uluslararası finansal merkezler New York, Tokyo ve Londra'dır. Finansal merkezlerin yanında, yerel piyasa olarak önemli olmasa da uluslararası önemi olan piyasalar da mevcuttur. Uluslararası piyasaların temel özelliği sermaye girişinde kısıtlamanın minimum olması ve politik dengesizliğin yani bir anlamda ülke riskinin çok az sevide olmasıdır.

Yerel piyasa dışında yerel finansal araç kullanımı ile gelişen uluslararası nitelikli piyasalar “Euromarkets” olarak tanımlanır. Euromarkets iki grupta aşağıda verilmektedir:

Eurocurrency Piyasalar

Eurocurrency, belirlendiği ülke dışındaki bir banka mevduatında tutulan tam konvertibl para birimlerini ifade eder.⁶ Eurocurrency piyasaları, işlemlerini eurocurrency cinsinden gerçekleştiren ve uluslararası bankacılık faaliyetlerinde bulunan bankalar tarafından oluşturulmuş piyasalardır. Bu piyasalar çoğunlukla kısa dönemli fon akımlarını kapsamaktadır. Bu piyasalarda işlemlerin büyük kısmı ABD Doları ile yapılmaktadır.”Eurodollar” ların büyük bir kısmı Avrupa’da işlem görmektedir. Son yıllarda Avrupa dışında özellikle Uzak Doğuda yeni piyasalar gelişimlerini hızla sürdürmektedir. Avrupa dışındaki dolarlar genellikle bulundukları bölgeye göre “Asiandollar”,” Riodollar “ gibi adlandırılmaktadır.

Eurodollar bir ülkenin para biriminin alınarak bir başka ülkedeki bankaya mevduat olarak yatırılması ya da mevduatların farklı euromerkezlerde bulunan bankalara transfer edilmesi olmak üzere iki şekilde yaratılmaktadır. Anlaşılacağı gibi bir banka mevduatının eurodollar olabilmesi için bunu kabul eden bir bankanın olması ve bu bankanın ilgili ülke sınırları dışında bulunması gereklidir. Bu işlemlerin yapıldığı bankalar da “Eurobanks” olarak adlandırılmaktadır.

Eurodollar piyasası iletişim teknolojisi ile donatılmış bankalar arası bir piyasadır. Bu piyasada bankaların yanı sıra finansman şirketleri, döviz ticareti yapanlar ve uzmanlaşmış diğer kurumlar faaliyet göstermektedir. Bankalar arası piyasadan borçlanırken ya da bu piyasalara fon aktarırken uygulanan faiz oranları Londra ve New York bankalar arası piyasalarda geçerli olan faiz oranlarına (LIBOR ve

⁶ SHAPIRO,Alan C.Foundations of Multinational Financial Management,Second Edition,USA,1995,s 486

NIBOR) bağıdır. ABD’de 1981’de uygulamaya konulan Uluslararası Bankacılık Kolaylıkları, eurodollar işlemlerinin Londra’dan ve diğer merkezlerden New York’a yönelmesini teşvik etmiştir.

Eurobond Piyasası

Eurobond, belirlendiği para birimini kullanmayan ülkelerde satılan tahvillerdir.⁷ Yani yabancı bir piyasada yine kendi para biriminde belirlenerek satılan tahviller Eurobond piyasası aracıdır. Bu piyasanın katılımcıları uluslararası finansal kurumlar ve büyük çok uluslu şirketlerdir.

Eurobond piyasası 1960 yılında ABD ödemeler dengesi krizi sonucu getirilen kısıtlamalar sonucu ortaya çıkmıştır. 1963 yılında yürürlüğe konan IET (Interest Equalization Tax) programı ile ABD yabancıların kendi piyasalarından borçlanmalarına yasal sınırlamalar getirmiştir. Ayrıca, Menkul Kıymetler Komisyonunun oluşturulması yabancı yatırımcıların bu piyasalara yönelmesini engellemiştir. Bunlar yabancı fonların eurobond piyasasına yönelmesine neden olmuştur. Buna ek olarak 1965’te ABD firmaların yurt dışına çıkaracakları sermaye miktarına FCRP (Foreign Credit Restrint Program) uygulaması ile kısıtlamalar getirilmiştir. Bu şirketler yurtdışı yatırımların tamamına yakın kısmını yurtdışı piyasalardan finanse etmişlerdir. Bu daha uzun vadeli fonların sağlanması gereksinimi ortaya çıkarak eurobond piyasasının doğmasına sebep olmuştur.

Eurobondlar bankalar aracılığıyla piyasaya sunulmaktadır. Bir bankanın yönetiminde oluşturulan banka gruplarınca satış ve ihraç garantisi sağlanarak dünyanın her yerinde zaman farkı olmaksızın “eurobond”lar piyasaya arz edilmektedir. Eurobond piyasası işlemlerinin yarısından fazlası İsviçre bankalarınca yapılmaktadır.

⁷ a.g.e.s.3-25

1.7 Yeni ve Hızla Gelişmekte Olan Piyasalar

Gelişmekte olan piyasalar farklı şekillerde tanımlanabilir. Bir yandan “gelişmekte olan” tanımı küçük ve durağan piyasalar karşısında belli bir gelişme sürecine giren, büyüyen ve gittikçe karmaşıklaşan piyasaları ifade edebileceği gibi diğer yandan da gelişme potansiyeline sahip olduğu varsayımı altında, kalkınmakta olan ekonomilerdeki tüm piyasaları ifade etmektedir.

IFC (International Finance Corporation) ‘in tanımına göre, gelişmekte olan menkul kıymet piyasalarının belirlenmesinde gelişmişlik düzeylerine bakılmaması daha uygun bulmaktadır. Buna göre gelişmekte olan ülkelerdeki tüm menkul kıymet piyasaları, gelişme düzeylerine bakılmaksızın gelişmekte olan menkul kıymet piyasaları kapsamı içerisinde değerlendirilmektedir.

IFC bu konuda Dünya Bankası’nın kriterini kabul etmektedir. Buna göre ekonomiler kişi başına düşen gayri safi milli hasıla olarak, düşük, orta ve yüksek olarak üç farklı sınıfa ayrılmıştır. Dünya Bankası’na göre 1992 yılında kişi başına düşen gayri safi milli hasılası 675 ABD Doları ile 8.355 ABD Doları arasında olan ülkeler orta gelirli ve kişi başına düşen gayri safi milli hasılası 8.355 ABD Dolarından yüksek olan ülkeler yüksek gelirli ülkeler olarak sınıflandırılmıştır. Bu durumda IFC’ ye göre kişi başına düşen gayri safi milli hasılası 8.355 ABD Doları’nın altında kalan ülkelerin hisse senedi piyasaları gelişmekte olan hisse senedi piyasaları kapsamı içerisinde iken diğer ülkelerin hisse senedi piyasaları ise gelişmiş piyasalardır.

Bir ülkenin herhangi bir piyasasının diğerine göre daha gelişmiş olması ve hatta dünya standartlarına yaklaşmış olması çok önemli değildir. Burada önemli olan ekonominin belli bir noktasındaki gelişimin ekonominin diğer birimlerine de yansarak hep birlikte bir gelişme çizgisini yakalayabilmesidir.

Gelişmekte olan ülkeler ödemeler dengesi açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi gibi sorunlara çözüm arayışı içinde portföy yatırımlarını özendirici

alışmalar başlatmışlardır. Bu amaçla gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasının yabancılara açılması ile ilgili kolaylıklar genişletilmeye ve faaliyet alanları yaygınlaştırılmaya çalışılmaktadır. Özel sektörün finansman alanları yaygınlaştırılmaya çalışılmaktadır. Özel sektörün gereksinmelerinin dış borçlanma ve devlet sübvansiyonları yerine hisse senetlerinin yabancılara satılması yolu ile karşılanabilmesi için gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Bu uygulamalar yabancı yatırımcıya açılan piyasaların derinliği artırıcı etki yaratmıştır.

Son yıllarda sanayileşmiş batılı ülkelerin fonlarının gelişmekte olan piyasalara akmasında görülen artış bu ülkelerin tasarruflarında, özellikle emeklilik ve yatırım fonlarındaki 1990'lı yılların başından itibaren meydana gelen hızlı artışa ve bu kuruluşların uluslararası yatırım yapmalarını kısıtlayıcı engellerin ortadan kaldırılmasına bağlanabilir. Bunun yanı sıra yüksek getiri beklentisi içinde olan yatırımcının gelişmekte olan ülkelerin yüksek riskini kabullenmesi de önemli bir faktördür.

Gelişmekte olan ülkelere 1993'te yapılan net hisse senedi yatırımları bölgeler itibariyle incelendiğinde, en fazla yatırımın 30 milyar ABD Doları tutarında Pasifik Bölgesi'nde yapıldığı görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde 1995'de 14.060 olan toplam şirket sayısı 1996'da 14.742'ye çıkmıştır. Dünya toplamında 1995'de yaklaşık %8 olan gelişmekte olan ülkelerin toplam piyasa değeri payı 1996'da %12'ye yükselmiştir.

2. GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR

Son on yılda global yatırımcılar açısından gelişmekte olan borsalar kavramı,yapılmakta olan portföy yatırımları açısından oldukça önemli bir kavram olarak ortaya çıkmıştır. 1980'lerin başından itibaren ortaya çıkan gelişmeler, gelişmekte olan borsaların dünya finans piyasasına damgasını vurmasına yol açmıştır. Gelişmekte olan piyasa hakkında çok sayıda yabancı makale ve araştırma yayınlanmıştır. Bu yayınların bir kısmı gelişmekte olan piyasaların “ gelişme” nedenlerini araştırmaktadır.

Bu konuda en çok kabul gören görüş, global ekonomik konjonktürün ve uluslararası portföy yatırımlarının gelişmekte olan piyasaların gelişme sürecini hızlandırdığıdır.

Bunun yanı sıra makro ekonomik göstergelerdeki iyileşmeler, ekonomideki liberalleşme ve bu piyasalardaki kurumsal ve hukuksal düzenlemeler ile teknolojik gelişmeler uluslararası portföy yatırımlarına uygun piyasa altyapısının oluşumuna yol açmıştır.

2.1 Makro Ekonomik Gelişmeler ve Ekonomik Kalkınma

Yıllar itibariyle ekonomik dengelerdeki olumlu gelişmelerin mi sermaye piyasalarının büyümesine yol açtığı, yoksa çeşitli politika uygulamaları, teşvikler ve dışsal değişkenler ile desteklenen ve gelişen sermaye piyasalarının mı ekonomik kalkınmayı hızlandırdığı ekonomi literatüründe tartışma konusu olmaya devam etmektedir.

Kalkınmakta olan ülkelerde yatırımlar için gerekli fonların yeterli düzeyde olmadığı bilinmektedir. Bazı kalkınmakta olan ülkelerde ise etkin yatırımlara kanalize edilebilecek fonlar mevcut olmakla birlikte, finansal sistemin dışında başka yatırımlara (gayrimenkul, altın, değerli madenler, yastık altı döviz tasarrufları vb.) yönelmiştir. Bu nedenle kalkınmakta olan ülkeler, yurtiçi tasarrufların artırılması ve atıl fonların finansal sisteme aktarılmasını sağlayıcı politik önlemleri almak zorunda kalmıştır.

Birçok ekonomist bir ülkenin hızlı ekonomik kalkınmasında kişilerden toplanan tasarrufların gerçek yatırımlara verimli bir şekilde yönltilmesinde sermaye piyasalarının gerekli olduğunu savunmaktadır.

Goldsmith (1969), Gurley ve Shaw (1965) , Gurley (1967) , Shaw (1973) McKinnon (1973), Patrick (1972), Nevin (1972) ve Perera (1968) gibi tanınmış ekonomistler çalışmalarında bir ülkenin sermaye piyasasının gelişimi ile ekonomik büyümesi arasındaki ilişkinin önemine değinmişlerdir. Sermaye piyasalarındaki gelişmeleri,uzun dönemli ekonomik büyüme ile ilişkilendirmeye çalışmışlardır. Buna göre, finansal aracılığın ve parasallaşmanın büyümesiyle, finansal derinlik sağlanacak ve bu, ülke kalkınmasında faydalı olacaktır. Yine hükümetlerin suni olarak faiz oranlarını düşük tutması gibi finansal baskı uygulamalarının ortadan kalkması ve bunun sonucunda faiz oranlarının arz ve talep sonucunda belirlenmesi finansal liberalizasyonu sağlayacak ve fonların dağılımı daha etkin bir şekilde sağlanacaktır.

Pratikte ise, farklı gelişme süreçleri ile karşılaşmak mümkündür. Güney Kore gibi ekonomik kalkınmada büyük başarı kaydetmiş bir ülkede sermaye piyasası yıllarca devlet tarafından önemli bir ekonomik kalkınma aracı olarak görülmemiştir.

Belirli bir noktadan geriye doğru bakılarak, bir ülkenin gelişmesinde varolan tasarrufların, hangi finansal mekanizmalar yoluyla, yatırıma dönüştüğünü tespit etmek mümkündür. Bu tasarrufların ne kadarının para ve kredi piyasaları tarafından ve ne kadarının sermaye piyasaları tarafından en son fon kullanıcılarına ulaştığının

belirlenmesi ile olur. Örneğin Japonya ve Almanya'nın mevcut gelişme düzeylerini yakalamalarında fonların daha çok banka kesimi vasıtasıyla yatırıma dönüştürülmesinin etkin olduğunu söylemek mümkündür. Diğer taraftan bunun aksine G. Kore'nin ekonomik kalkınma sürecinde, sermaye piyasaları daha etkin bir rol oynamıştır. Bunu tespit etmek için, yurtiçi tasarrufların, yıllar itibariyle piyasalar arasındaki dağılımına bakmak yeterlidir. Bir ülkede özel kesim daha çok banka kredileri, ticari krediler vb yollarla, yani tasarrufların para ve kredi piyasaları yoluyla dağıtılması sonucunda elde edilen fonların kullanımı ile büyüme ve ekonomik kalkınma sağlamış olabilir. Böyle bir gelişme sebebi ne olursa olsun sermaye piyasaları tasarruf sahiplerine farklı oranda likidite ve risk tercihleri sağlayacak mali araçlar sunarak tasarrufların daha da çok artmasına katkıda bulunabilir.

Diğer yandan birçok ülkede sermaye piyasalarının gelişimi ile ekonomik kalkınma birlikte görülmektedir. Kural olarak kalkınma ve finansal derinleşme birlikte olmaktadır.⁸ Ancak bu süreç ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Kimi ülkelerde ekonomik kalkınma ile sermaye piyasalarının gelişme hızı birbirlerine paralel iken, bazı ülkelerde sermaye piyasalarının büyüme hızı ekonomik kalkınma hızını geçmekte, bazı ülkelerde ise ekonomik kalkınma hızının gerisinde kalmaktadır.

Burada yine önemli olan husus, özel kesim finansmanının hangi piyasalardan sağlandığı veya şirketlerin yıllar itibariyle pasif yapısının dağılımında gözlenen değişimdir.

Gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik kalkınma ile sermaye piyasalarının gelişmesi arasındaki sebep-sonuç ilişkisinin kurulmasına dair çalışmalar ekonomi literatüründe henüz yeterli düzeyde değildir. Sağlıklı ve etkin çalışan bir sermaye piyasası için, bu piyasada el değiştirecek finansal varlıkların arz ve talebini belirleyen makro ekonomik koşulların önemi büyüktür. Burada anlatılan kavram

⁸ Fair, Financial and Capital markets in Asia, Eylül 1996, s. 1

etkinlik olup, büyüklük ile karıştırılmaması gerekmektedir. Örneğin Meksika, Brezilya gibi ülkelerin sermaye piyasaları hem piyasa değerleri hem de işlem hacimleri olarak dünyanın önde gelen piyasaları olmalarına rağmen bu ülkelerde ekonomik ve siyasi istikrarın olmaması sebebiyle bir etkinlikten söz etmek oldukça güçtür.

Ekonomik değişim sürecinin, sermaye piyasalarını doğrudan etkilediğini gösteren en önemli örnek hiç kuşkusuz Güney Doğu Asya ülkeleridir. (Kore, Tayvan, Malezya vb) Söz konusu ülkeler son yıllarda oldukça büyük bir uluslararası ticaret ve yatırım genişlemesine sahne olmaktadır. Son yıllarda Japon firmalarının artan işçilik maliyetleri ve Yen'in değer kazanması nedeniyle, daha ucuz ve kaliteli işçilik üreten Tayvan ve G. Kore gibi ülkelerde yatırımların artması, anılan ülkelerde GSMH'nın artmasına neden olmuştur. Ayrıca piyasa koşulları tarafından belirlenmiş uluslararası iş bölümünün zorlamasıyla, birçok uluslu şirketin, söz konusu ülkelerde uluslararası yatırımları artmış ve ekonominin reel kesiminde bir dinamik değişimi ve büyümeyi getirmiştir.

Olumlu ekonomik gelişmeler, reel faiz oranlarının düşmesine yol açarken bu ortamda işletmelerin karlılığı artmakta ve söz konusu işletmelerin ihraç ettikleri başta hisse senetleri olmak üzere, menkul kıymetlere talep artmaktadır. Bu yolla sağlanan fonlar ile işletmelerin finansman maliyetleri de azalmaktadır. Böylelikle sermaye piyasasına arz edilen menkul kıymetler artış göstermekte ve çok sayıda işletmenin yatırım yapma isteği nedeniyle sermaye piyasasında çeşitli vadelerde, değişik riske ve karlılığa sahip birçok menkul kıymet işlem görmektedir. Karlı işletmelerin varlığı, tasarruf sahiplerini sermaye piyasasına çekmekte ve menkul kıymetlere talep yaratılmaktadır. Farklı yatırım tercihlerine sahip yatırımcıların gereksinimlerini karşılayacak çok çeşitli menkul kıymetin varlığı ise yatırımcılara yatırımlarının riskliliğini ve karlılığını ayarlayabilmeleri olanağı vermektedir. Çeşitlendirme ile yatırımların riski azaltılabilmektedir. Yatırımcıların riskliliklerinin az olması ise, yatırımlarından bekledikleri minimum getiriyi azaltmakta, dolayısıyla işletmelere sermayenin maliyeti düşerek daha fazla yatırım yapmaları sağlanmış olmaktadır.

Sonuç olarak, makro ekonomik değişkenlerdeki olumlu gelişmelerin, gelişmekte olan piyasalar için bir öncül olduğunu söylemek mümkündür. Hızlı ve aşırı büyüyen, ancak bu genişlemede istikrarı ve sürekliliği yakalamış tüm gelişmekte olan piyasalar, mutlaka makro ekonomik koşullardaki iyileşmelerden etkilenmektedir. Özü gereği uzun vadeli finansman sağlayan sermaye piyasalarının genişlemesinin/ gelişmesinin ekonomik büyüme olarak etkilerinin görülmesi uzun dönemli gözlemleri gerektirmektedir. Halbuki ekonomik koşullardaki iyileşmelerin etkisinin sermaye piyasalarına yansımaları çok daha çabuk ve süratli olabilmektedir (Örneğin G. Kore). Ekonomik koşullardaki iyileşmeler sermaye piyasalarını gözle görülebilir bir şekilde olumlu etkilemektedir.

Kronik enflasyonun yaşandığı, ileriye dönük ekonomik ve politik istikrarsızlığın yüksek olduğu ülkelerde fon arz edenler kısa vadeli beklentiler içerisine girmekte, bu durum anılan ülkelerdeki sermaye piyasalarının arz tarafından önemli sorunlar yaratmaktadır. Uzun vadeli fon arzının daralması, zaten yurtiçi tasarrufların yetersiz olduğu da göz önünde bulundurulduğunda, faizleri yükseltmekte ve yatırımları durma noktasına getirirken, işletmelerin karlılığını azaltmaktadır. Diğer yandan devletin piyasadan fon talep etmesi fon arzını iyice daraltmakta ve yabancı sermaye ihtiyacını artırmaktadır. Diğer taraftan kronik enflasyonun yaşandığı ülkelerde tüketim eğilimleri artmakta ve yurtiçi tasarruflar azalmaktadır.

Gelişmekte olan piyasaların, gelişme süreçlerinin hızlanmasına yol açan bir diğer sebep ise (makro ekonomik koşulların iyileşmesi için uygulamaya konulmuş para ve maliye politikaları ile birlikte) sermaye piyasalarının gelişmesi için yerel hükümetler tarafından uygulamaya konan finansal ve diğer politikalar, önlemler ve teşvik tedbirleridir.

2.2 Ekonomilerin Liberalleşmesi

Piyasa ekonomisinde yatırım ve değişim işleri tam rekabet şartlarına uygun olarak yürümektedir. Arz ve talep temel belirleyici olarak kabul edilmektedir. Serbest piyasa ekonomisinde devletin ekonomiye müdahalesi ya söz konusu değildir veya yalnızca düzenleyici niteliktedir. Piyasa ekonomisine geçiş yolundaki öneriler ise devlet harcamalarının düzenlenerek gelir-giderinin denkleştirilmesi suretiyle fiyatlar, faizler ve döviz kurları üzerindeki kontrolünün kaldırılması, yerli piyasaların dış rekabete açılması, finans kesiminde köklü değişiklikler yapılması, finansal teşvikler sağlanması ve yabancı sermaye girişinin kolaylaştırılması şeklinde sıralanabilmektedir.

2.2.1 Dış Ticaretin Liberalleşmesi

“ Dışa Açılma ” iktisat literatüründe bir ülkenin uluslararası pazarla bütünleşmesi anlamında kullanılan geniş kapsamlı, ama sınırları belirsiz bir terimdir.⁹ “ İçe dönük ” ekonominin tersine çevrilmesi, iç yapının dünya ekonomisinden gelen etkilere açılması ve buna göre şekillenmesi amacını içermektedir.¹⁰

Dış ticaretin liberalleşmesi, birçok yapısal uyum programında devalüasyonla birlikte ele alınmakta ve ithalat ile ihracat üzerindeki miktar kısıtlamalarının kaldırılmasını kapsamaktadır. Uygulamada, ülkeye giriş yapacak malların üzerindeki niteliksel engellerin kaldırıldığı, gümrük vergilerinin ve diğer maliyetlerin azaltıldığı, ülke parasının, gerçek değerini bulmasını sağlayıcı ekonomik liberalleşme önlemleri ile yerli malların fiyatlarının dünya piyasasında rekabet edebilir hale getirildiği görülmektedir. Dış ticaretin liberalleşmesi Bolivya, Şili, Gana, G.Kore , Filipinler ve Türkiye gibi ülkelerde yasalaşmış, Nijerya’da etkin bir şekilde uygulanmıştır. 1980’lerin sonlarından itibaren birçok gelişen ülkede ticaret engellerinin kaldırılması, özel sektör ortamını temelden değiştirmiştir. Önceleri korunan ve

⁹ Kazgan Gülten,Ekonomide Dışa Açık Büyüme,İstanbul,1985,Altın Kitapları,s.32

¹⁰ a.g.e.

devlete bağımlı olan şirketler yaşamlarını sürdürebilmek için hızla yeniden yapılanmaya doğru gittikleri görülmektedir.¹¹

Dış ticaretin liberalleşmesine, daha önce korunan özel kesimin bir kısmı ilk aşamada ticari borçların biriktirilmesi, borç sözleşmelerinin ertelenmesi, kısa vadeli varlıkların likit hale getirilmesi şeklinde karşılık verirken, diğerleri bunların yanı sıra, göreceli olarak daha iyi korunan sektörlerde üretimi tercih etmişlerdir. İkinci aşamada şirketler, ticaretin liberalleşmesi ve devalüasyonla yaratılan fırsatları değerlendirmek üzere yeni ürünlere veya üretim süreçlerine girip kar getirmeyenleri terk ederek fiziksel bir yeniden yapılaşmayı başlatmışlardır.

2.2.2 Finans Kesimindeki Gelişmeler

Gelişmekte olan ülkelerin finans kesimindeki liberalleşmenin iki yönü vardır: İç finans piyasasına yönelik liberalleşme veya finansal liberalleşme ve dış mali işlemlerle ilgili liberalleşmedir.

Finansal baskı yaklaşımı ekonomik büyümeyi destekleyici değil, aksine engelleyici bir uygulamadır. Faiz oranları üzerindeki kontroller, hem cari tüketimi körüklemekte ve tasarrufların oluşumunu engellemekte, hem de düşük getirili yatırımların gerçekleşmesine yol açmaktadır.¹² Bu durumda finansal liberalleşmeden beklenen, faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi, faizlerin artması ile tasarrufların artması ve fonların en verimli alanlara yönelerek sermaye birikimini çoğaltması olmuştur.¹³

Finansal liberalleşme literatürü, esas olarak bankalar arasındaki rekabetin artırılmasını ve faiz oranı tavanlarının kaldırılmasını politik önlemlerinin temeli haline gelmiştir. Bu anlamda sermaye piyasalarının riskin dağıtılabilmesine olanak sağlaması nedeniyle bankacılık kesimine ciddi bir alternatif olabilmektedir.

¹¹ Kutluğan M.Savaş Ökte,a.g.e.,s.32

¹² Soydemir Selim,"Sermaye Birikim,Kalkınma ve Finansal Sistem" SPK-AGD Araştırma Raporu,No:911,s.43

¹³ a.g.e.

Latin Amerika ülkeleri serbest faiz politikası, kredi kısıtlamalarının gevşetilmesi, zorunlu kredi kotalarının azaltılması, mali vergilerin düşürülmesi, mali piyasalara ve bankalar sistemine girişin kolaylaştırılması ve kamu kesiminin finansmanında Merkez Bankası'ndan serbest piyasaya yönelme şeklindeki politika değişiklikleri ile iç finans piyasalarını liberalleştirme yolunda önemli adımlar atmışlardır. Ancak dünyada iç finans piyasalarının liberalleşmesinin ekonomik büyüme için şart olmadığını gösteren örnekler de bulunmaktadır. Japonya ve G. Kore'de ekonomik büyüme, hükümetin finansal piyasalarda ve kaynak dağıtım mekanizmasında etkin denetimi ile gerçekleştirilmiştir.

2.2.3 Finansal Teşvikler

Gelişmekte olan piyasalar için önemli bir diğer husus da sağlanan finansal teşviklerdir. Finansal teşvikler sermaye piyasalarının hem arz yönünü (hisse senedi ihracı) hem de talep yönünü etkilemektedir.

Piyasaları geliştirme yönünde sağlanan finansal teşvik, vergi uygulamaları ile ilgilidir. Olayın arz yönüne baktığımızda, sermayelerinin en az belli bir oranını halka açacak firmalara kurumlar vergisinde çeşitli vergi istisnaları tanınabilmektedir. Diğer taraftan finansal giderlerin, dönem sonu karından düşülmesinin önüne geçilmesi, şirketlerin borç finansmanını teşvik edici bir unsurun ortadan kaldırılması anlamına gelmektedir. Bu da şirketi, borç ile finansmanını azaltarak öz kaynak finansmanına yönelmesini sağlayacak ve dolayısıyla hisse senedi piyasalarından fon talep eder hale getirebilecektir.

Vergi politikaları, uygulanış tarzı ve sağlanan avantajlar ile orantılı olarak şirketlerin sermaye yapılarını etkiler. Örneğin diğer tüm değişkenler sabit kalmak kaydıyla, temettü gelirleri üzerindeki yüksek vergi oranı ve sermaye kazançları üzerindeki düşük vergi oranı hissedarların, sermaye kazançlarından daha yüksek getiri beklentisi içerisinde düşük bir temettü gelire razı olmalarına yol açmaktadır. Hissedarların bu yöndeki yatırım tercihleri, yansımaları şirketlerin kaynak yapısında göstermektedir. Bu durumda şirketler, her zamankinden daha az hisse senedi ihracı yoluyla öz kaynak finansmanına yönelecekler, bunun yerine mevcut karları

dağıtmayarak oto finansmanına yöneleceklerdir. Borç/öz kaynak oranı, şirketin karlılığı ile orantılı olacaktır. Diğer taraftan temettü gelirleri ve sermaye kazançları üzerindeki vergiler düşükse ve bununla birlikte, kurumlar vergisi oranı yüksek ve finansman giderleri, dönem karından düşölerek vergi avantajı sağlanabiliyorsa, bu durumda hissedarlar finansal kaldıraçtan olumlu yönde etkilenecek ve şirketlerin kaynak yapıları borç ağırlıklı olacaktır.

Öte yandan talep yönünde (hisse senedi talebi) de vergisel teşvikler önemli bir yer tutmaktadır. Yatırımcılara sağlanacak vergisel avantajlar onların hisse senedine taleplerini artırabilecektir.

2.2.4 Dış Mali İşlemlerin Liberalleşmesi

Dış mali işlemlerde liberalleşme hiç kuşkusuz yabancı para bulundurmanın bir suç olmaktan çıkmasıyla başlamaktadır. Bunu yurt içinde yerleşik bir kişinin yurt dışına, yurt dışında yerleşik bir kişinin yurt içine miktar kısıtlaması bulunmaksızın, hiç koşulsuz yabancı para çıkarması ve sokması izlemektedir. Bunun yanında yurt içinde yabancı para cinsinden işlemlerin yapılabilmesi serbestleşmenin bir ölçüsüdür. Bununla birlikte yurt içinde yerleşik bir şirketin yabancı borsalara kote olması ve işlem görmesi, yabancı bir şirketin yurt içi borsalar kote olabilmesi ve işlem görebilmesi, yurt içinde yerleşik bir kişinin yabancı borsalarda kote menkul kıymetlere yatırım yapabilmesi ve yabancı para transferi yapabilmesi, yabancı yatırımcıların, yurt içi piyasalarda yatırım yapabilmesi hususları dış mali işlemlerdeki liberalleşmenin hisse senedi piyasalarını ilgilendiren yönüdür.

Dış mali işlemlerdeki liberalleşme gelişen borsalar açısından iki önemli noktayı gündeme getirmektedir. Birincisi dövizin bu ülkelerin finans piyasalarındaki görelî öneminin artması, ikincisi ise reel ekonomideki dışa açılma eğilimlerinin finans kesimine dayanmasıdır.

Tablo 2-1’de gelişmekte olan piyasalarda giriş ve çıkışa ilişkin yatırım düzenlemelerinin bir özeti verilmektedir.

Burada dikkat edilmesi gereken bir husus, örneğin Zimbabwe gibi ülkelerde sektörler stratejik sayılmakta ve yabancı yatırımcılara kapalı bulunmaktadır. Tablo 2-1’de bazı gelişmekte olan piyasalardan 30 tanesinde yabancı portföy yatırım düzenlemelerini özetlemektedir. Buradan anlaşılacağı üzere Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Malezya ve Türkiye gibi ülkelerde borsaya kote menkul kıymetler yabancılar tarafından serbestçe alınıp satılabilmektedir. Bangladeş, Kenya, Sri Lanka, Kore, Meksika, Tayland ve Venezüella gibi ülkeler sermaye ve kazançların geri dönüş haklarının elde edilebilmesi için bazı kayıt zorunlulukları getirmişlerdir. Çin, Filipinler, Zimbabwe gibi ülkelerde yabancı yatırımcılar kendileri için tertip edilmiş menkul kıymetlere yatırım yapabilmektedirler. Diğer taraftan Hindistan ve Tayvan’da onaylı borsa komisyonu vermektedir.¹⁴ Nijerya yabancı yatırımcıların borsaya kote menkul kıymetleri almalarını yasaklamışlardır. Bu arada Zimbabwe hükümeti Nisan 1993’ün sonunda yapmış olduğu açıklamasında, borsasını sınırlı olmak kaydıyla yabancı yatırımcılara açacağını beyan etmiştir.

¹⁴ Kutluğın M.Savaş Ökte a.g.e.,s.36

TABLO 2-1 :GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARA GİRİŞ-ÇIKIŞ YATIRIM
DÜZENLEMELERİNİN BİR ÖZETİ (1993)

Ülke	Borsaya Kote Menkul Kıymetlerin Alım Satımı	Anaparanın Yurtdışına Çıkarılışıyla İlgili Kurallar	Gelirlerin Yurtdışına Çıkarılmasıyla İlgili Kurallar
Arjantin	Serbest	Serbest	Serbest
Brezilya	Serbest	Serbest	Serbest
Çekoslovakya	Serbest	Serbest	Serbest
Gana	Serbest	Serbest	Serbest
Kolombiya	Serbest	Serbest	Serbest
Yunanistan	Serbest	Serbest	Serbest
Malezya	Serbest	Serbest	Serbest
Meksika	Serbest	Serbest	Serbest
Pakistan	Serbest	Serbest	Serbest
Peru	Serbest	Serbest	Serbest
Polonya	Serbest	Serbest	Serbest
Portekiz	Serbest	Serbest	Serbest
Türkiye	Serbest	Serbest	Serbest
Bangladeş	Kısmi Serbest	Bazı Kısıtlamalar	Bazı Kısıtlamalar
Şili	Kısmi Serbest	Serbest	1 Yıl Sonra
Kosta Rica	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest
Endonezya	Kısmi Serbest	Bazı Kısıtlamalar	Bazı Kısıtlamalar
Jamaika	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest
Ürdün	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest
Kenya	Kısmi Serbest	Bazı Kısıtlamalar	Bazı Kısıtlamalar
Kore	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest
Sri Lanka	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest
Tayland	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest
Trinidad ve Tobago	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest

Venezüella	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest
Zimbabwe	Kısmi Serbest	Serbest	Serbest
Çin	Bazı His. Senetleri	Serbest	Serbest
Filipinler)	Bazı His. Senetleri	Kısıtlı	Kısıtlı
Hindistan	Sadece Yetkili Yatırımcılar	Serbest	Serbest
Tayvan	Sadece Yetkili Yatırımcılar	Bazı Kısıtlamalar	Bazı Kısıtlamalar
Nijerya	Kapalı	Bazı Kısıtlamalar	Bazı Kısıtlamalar

Kaynak: IFC, Emerging Markets Factbook, 1994

Güney Kore son yıllara kadar yabancıların borsada doğrudan yatırım yapmasına izin vermemekte, yatırımın ülke fonları veya yatırım fonları yoluyla gerçekleşmesini tercih etmekteydi. Bunun nedeni ise ani döviz girişlerinin ekonomiye getireceği olumsuz etkileri sınırlamak ve yerel kaynakların yabancıların kontrolüne geçmesini önlemektir. G. Kore’de bir şirketin hisse senetlerinin dolamının ancak %10’u yabancı sermaye tarafından elde edilebilmektedir. Bir yabancı yatırımcının elde edebileceği oran ise %3’ü geçmemektedir.

Filipinlerde 1991 yılında kabul edilen yabancı yatırım yasası, belli sanayi sektörleri dışında tam yabancı sahipliğine izin vermektedir. Malezya’da şirketlerdeki yabancı sermaye oranı %30 ile sınırlı olmasına rağmen, ihraç malı üreten şirketlerde bu limit aşılabilmektedir. Eğer şirket üretiminin %50’sini ihraç ediyor ve 350 tam zamanlı yerli işçi çalıştırıyorsa, tam yabancı sahipliğine izin verilmektedir. Hindistan’da ise tam sahiplik için üretimin tümünü ihraç edilmesi şartı aranmaktadır.¹⁵ Bazı stratejik sektörler dışında, yabancı yatırıma sermayede çoğunluk imkanı tanınmaktadır. Çin ve Macaristan; yatırımcının ülke için özel önemi olan bir teknoloji getirmesi şartıyla tam sahipliğe izin veren ülkelerdir.¹⁶

¹⁵ Kutluğan M.Savaş Ökte, a.g.c., s.42

¹⁶ a.g.c.

Kazançların ve sermayenin yurt dışına çıkarılmasına ilişkin düzenlemelere bakıldığında birçok ülke serbest düzenlemelere gitmiştir. Buna karşılık Bangladeş, Kenya, Sri Lanka, Endonezya gibi ülkelerde bazı kayıt işlemleri veya Merkez Bankası, Maliye Bakanlığı gibi kuruluşların dövizin yurt dışına çıkılmasına izin vermeleri gerekmektedir. G. Kore’de ise sermayenin ve kazançların transferi ödemeler dengesini bozmayacak, döviz kurunda ani bir değişime neden olmayacak veya yerel piyasalara olumsuz bir etki yaratmayacak ise, tamamen serbest bırakılmıştır.

Son olarak; gelişmekte olan ülkelerde yabancıların iç piyasalardan hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetleri alıp satmaları ve bunlarla ilgili sermaye transferlerini yapmaları büyük ölçüde kolaylaşmıştır. Yabancıların borsada payı; ABD’de ve Japonya’da %5, G. Kore’de %2-10, Meksika’da %25, Tayvan’da %10 civarındadır. Latin Amerika’nın doğrudan yabancı sermaye yatırımından en çok faydalanan ülkesi olan Meksika’da birçok şirketin yabancı yatırımcıya açıklık oranı %40-49 arasında değişmektedir.¹⁷

2.3 Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesi

Bir ülkede piyasayı temel alan veya piyasa tarafından belirlenmiş bir değişim için gerekli kurumsal bir yapı yoksa, finansal liberalizasyon süreci, devlet tarafından planlanmış veya teşvik edilmiş bir finansal değişim haline gelecektir. Bu anlamda etkin işleyen bir menkul kıymetler piyasasının kurulması kurumsal gelişmeyi gerektirmektedir. Bu birçok gelişmekte olan ülke için menkul kıymetler piyasalarının geliştirebilmesinde bir önkoşuldur. Düzenleyici kurumsal altyapı, menkul kıymetler piyasasının etkin işleyişini destekleyebilir. Böyle bir altyapı aşağıda belirtilen dört maddeyi sağlamaktadır:

- Mülkiyet hakları ve sözleşmelerde belirsizliğin ortadan kaldırılması,

¹⁷ Akyüz Yılmaz, "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme Latin Amerika Deneyimi" İşletme ve Finans Sayı:96, Yıl 9 (Mart 1996)s.7

- Alım-satımın ve tüm diğer işlemlerin şeffaflaşması ve şirketlerin değerini etkileyebilecek tüm bilgilerin kamuya açıklanması,
- Aracılar ve içeridekiler tarafından yapılan iyi niyetli olmayan hareketlere karşı korunma sağlanması,
- Takas-saklama şirketlerinin ve aracılardan mali yükümlülüklerini yerine getirmemelerine karşı korunma

Mevzuat kapsamının genişliği her ne kadar olumlu ise de, mevzuat hükümlerinin sadece yazılı olarak kalmaması, aynı zamanda kanun koyucunun uygulamada hükümlerin uygulanmasını desteklemesinin ve piyasa kurumlarının ve uygulamalarının gelişimini sürekli izleme sorumluluğunu hissetmesinin de önemi bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalarda sürekli bir finansal liberalleşme ve dış müdahalelerin azaltılmasına yönelik bir süreç yaşanırken, diğer taraftan piyasalarda güvenliğin ve etkinliğin sağlanabilmesi için yoğun düzenlemelerin ve kısıtlamaların hafifletilmesi, başka alanlarda çeşitli düzenlemeleri gündeme getirmektedir.

2.3.1 Piyasa Düzenlemelerin Fonksiyonları

Gelişmekte olan piyasalar için piyasa düzenlemeleri, disipline etme ve geliştirme rollerini üstlenmektedir. Düzenleme fonksiyonlarının hem disipline edici hem geliştirici yönleri ile birlikte üç tip aktiviteyi kapsadığı düşünülmektedir.

Düzenlemelerin birinci fonksiyonu, finansal sistemin ve menkul kıymet piyasalarında faaliyet gösterecek sermaye piyasası kurumlarının temel özelliklerinin tanımlanmasıdır.

Düzenlemenin ikinci fonksiyonu, hisse senetleri piyasada işlem gören şirketlerin ve diğer sermaye piyasası kurumlarının aralarında en iyi performansı göstermek anlamında rekabeti veya yeni gelişmekte olan sermaye piyasası kurumlarına yatırımı sağlayıcı teşviklerin uygulamaya konmasıdır.

Özellikle Amerika’da yapılan araştırmalar piyasa katılımcılarının kamuya olumsuz bilgi aktarmamak veya özellikle olumlu bilgi aktarmak anlamında kendilerine çekici düzen verme çabasına girdiklerini göstermektedir. Bu tip düzenlemeler genellikle kurumları disipline edici niteliktedir. Örneğın Şili’de halka arz edilecek menkul kıymetlerin yetkili bir derecelendirme kuruluşu tarafından derecelendirilmesi mevzuattan kaynaklanan bir yükümlölüktür. Devletin zorladığı bu yükümlölük sonucunda, ölke içinde yerel bilgi sektörüne talep yaratılmış ve bu düzenleme sonucunda çok sayıda özel derecelendirme şirketi faaliyete geçmiştir.

Düzenlemenin üçüncü fonksiyonu ise piyasaya zarar verici hareketlerin önüne geçilebilmesi amacıyla cezai yaptırımların yürürlüğe sokulmasıdır.

2.3.2 Düzenlemenin Amaçları

Finansal sektörün önemli karakterlerinden olan riskin ve bilgi akışının, yapılacak yasal düzenlemelerle, kanun koyucu tarafından dengelenmesi, düzenlemelerin temel amacı olmaktadır. Amaçlar piyasalarda doğruluğın, iyi niyetin ve etkinliğın sağlanmasına yöneliktir.

Şirketlerin içinden bilgi sızdırmaların (Insider trading) yaygın olduğı ve bu konuda düzenlemelerin yetersiz olduğı piyasalarda kamuya duyulan güven azalmakta ve ekonomi için olumsuz sonuçlar doğmaktadır. Nitekim bu tip piyasadan fon arz edenler çekilirken, ölke ekonomisi de fonksiyonel bir sermaye piyasasının faydalarından mahrum kalmış olmaktadır.

Hakla açık şirketlerin menkul kıymetlerinin fiyatlarını etkileyebilecek bilgileri kamuya açıklama yükümlölükleri, kamuya yapılacak açıklamaların şeklinin ve içeriklerinin belli bir standarda ulaşması piyasa kalite kontrolü sağlamak amacıyla, piyasada işlem yapmaya yetkili kılınacak araçlara ilişkin yeterlilik düzenlemeleri ve yatırımcıların piyasa güvenliğini artırarak şeffaflığa ve güvene ilişkin diğeri tüm düzenlemeler bilgi akışı sırasındaki hataları azaltmak amacındadır.

Diğer bir hususta piyasada faaliyet gösteren araçların mali yükümlülüklerini

karşılık alınacak önlemlerin başında araçların sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerin yapılması gelmektedir. Bu düzenleme, araçların hem müşterilerine ve diğer piyasa katılımcılarına olan mali yükümlülükleri yerine getirememeleri durumunda, hem de kendileri dışında piyasadaki olumsuz gelişmelerden ve müşterilerinin ödeme güçlüğüne düşmeleri durumunda ortaya çıkacak olumsuz gelişmelerin önlenmesinde bir güvenlik sağlamaktadır.

2.3.3 Gelişmekte Olan Piyasalarda Düzenleyici Sistemler

Dünyada düzenleme standartlarında, global bir uyuma doğru gidilmektedir. Dünyadaki bu eğilimin sebebi, finansal hizmetler sektöründe yaşanan yoğun rekabet

Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda birbirinden farklı düzenleme yapıları mevcut ise de üst yapıyı belirleyen unsurlar tüm piyasalar için ortaktır. Gelişmekte olan bir piyasa için uygun mevzuat yapısının karakteri o piyasada yer alan piyasa katılımcılarının özelliklerine, piyasanın gelişmişlik düzeyine ve mevcut menkul kıymet işlemlerinin alt yapısal özelliklerine bağlı olacaktır.

Düzenleyici yapı, mevcut profesyonelleşmiş finans firmalarının aracılık veya yatırım bankacılığı işlemleri yerine getirme derecelerine de bağlı olacaktır. Filipinler ve Türkiye gibi bazı kalkınmakta olan ülkelerde ticari bankalar aynı zamanda yatırım bankacılığı hizmeti veren tek finansal kuruluşlardır. Buna karşılık, Kore, Tayvan, Tayland, Hindistan ve Meksika gibi ülkelerde, konularında profesyonelleşmiş menkul kıymet firmaları piyasalarda önemli görevler üstlenmektedir.

Söz konusu ülkelerde, sermaye piyasası aktivitelerinin düzenlenmesi bir komisyon tarafından yerine getirilmektedir. Hem ticari bankaların hem de finans kuruluşlarının piyasalarda etkin olduğu Hindistan'da, menkul kıymet piyasaları ve katılımcıların üzerinde düzenleme sorumluluğu olmak üzere bir kurul oluşturulmuştur. Filipinlerde bankacılık sektörü gelişmiş olmasına rağmen, bağımsız aracı kurumlar, sermaye piyasalarının gelişiminde önemli rol oynamışlardır. Filipinlerde bankaların aktivitelerine ilişkin düzenlemeler Merkez Bankası tarafından faaliyetleri, birincil piyasa işlemleri ve borsaya ilişkin düzenlemeler bir komisyon tarafından gerçekleştirilmektedir. Tayland'da hem aracı kurumlar, hem bankalar aktif olarak borsalarda faaliyet göstermektedir. Her ikisi de Merkez Bankası'nın denetim ve gözetimi altındadır. Ancak sermaye piyasasında faaliyet gösterecek kuruluşların sadece faaliyet konusu bu olan kuruluşlar ile sınırlandırılması gerektiği hususundaki tartışmalar hala devam etmektedir. Tayland'da bir kamu teşebbüsü olan borsa, piyasadaki tüm faaliyetlerin denetiminden ve gözetiminden sorumludur. Geleneksel olarak Maliye Bakanlığı'nda, maliye politikalarından sorumlu birimin başı borsanın da yöneticisi olmaktadır. Ancak Tayland'da görevleri ve sorumlulukların kapsamı kanunlarla belirlenecek ve görevi piyasalarda düzenleme yapacak ayrı bir kamu tüzel kişiliğinin kurulması çalışmaları yapılmaktadır.

Kalkınmakta olan ülkeler, gelişmekte olan kendi piyasalarını, dünya sermaye piyasalarına bir geçit olarak düşünme eğilimi içerisinde oldukları için, düzenleyici yapıların, uluslararası uyuma doğru gitme eğilimini göz ardı edememektedirler. Son yıllarda düzenleme yetkisinin borsalara veya diğerkendi kendine düzenleme yapabilen kuruluşlara verilerek,devletin izleme ve gözetim faaliyetine daha fazla ağırlık vermesi yönünde bir eğilim belirmiştir.



3. ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI ANALİZİ

3.1 Uluslararası Portföy Yatırım Kararlarında Risk Faktörlerinin Gruplandırılması

Değişimin kural olduğu dünyada, uluslararası rekabetin kilit noktası, işletmeciliğin değişim ve değişkenliğe en kısa sürede uyarlanması yetisindedir. Uluslararası yatırımların yatırımcılara sunacağı kazançlarda meydana gelebilecek farklılaşmalar toplam risk faktörünü ifade etmektedir. Toplam yatırım riski, genel olarak, yapılan yatırımın türüne göre nitelik değiştirmektedir. Yatırım riski; yatırım yapılacak sektöre, bölgeye, kullanılan finansal kaynak türüne ve yatırımcının tercihlerine bağlı olarak farklılaşmaktadır. Uluslararası yatırımlarda risk üç ana grupta toplanmaktadır:

- Global risk
- Ülke riski
- Mikro ekonomik risk

Yukarıdaki gruplamaya benzer olarak portföy yaklaşımı ile, finans teorisinde risk iki temel grupta verilmektedir:

- Sistematiik risk
- Sistematiik olmayan risk

Sistematiik risk kavramı ile aynı pazarda bulunan her bir finansal varlığın sahip olacağı pazar riski ifade edilmektedir. Dünya piyasası için düşünüldüğünde dünya konjonktürel riski sistematiik risk olacaktır. Portföy çeşitlendirmesi yapmakla

sistematiik riskten kaçınmak mümkün değildir. Çünkü en iyi oluşturulmuş bir uluslararası portföy dahi en azından global olaylara karşı duyarlı olacaktır. Diğer taraftan , uluslararası yatırımlarda sistematiik olmayan risk kavramı ile ülke riski ve firma riskleri toplamı dikkate alınmaktadır. Bir AAA firmasının yönetiminden kaynaklanacak başarısızlık sistematiik olmayan risk grubunda düşünülebilir. Fakat bu firmanın uluslararası petrol krizinden etkilenmesi durumu sistematiik risktir.

Genel anlamda global ve ülke riskleri her bir finansal proje ve yatırımı farklı boyutlarda etkileyecektir. Örneğin 1991 yılında yaşanan Körfez Krizi, sistematiik olarak nitelenecek bir riskin gerçekleşmesi olmuştur. Krizin rneğin Türkiye, Almanya ve Güney Kore'ye etkileri ayrı ayrı yansımuştur. Bu yansımanın boyutları özellikle krizin niteliğine, ülke riskine ve mikro riske bağlı olarak değişebilmektedir. Özetle ifade edilirse, risk grupları arasındaki ilişkinin derecesi en az riski gruplandırabilmek kadar önemlidir.

3.1.1 Global Risk

Dünya piyasalarını geniş kapsamda etkileyen her türlü olay global riski oluşturur. Piyasaların birbirine tam entegre olması ile bu durum daha da belirginleşmektedir. Bu aşamada, tüm spesifik finansal yatırımların içereceği sabit nitelikte sistematiik bir risk belirlenecektir. Günümüzde bölümlenmiş yapıda olan global piyasa, özellikle dünya finans merkezlerini doğrudan etkileyen faktörler neticesinde bütünleşme sürecini yaşamaktadır.

Global riskin en iyi göstergesi, uluslararası nitelikteki finansal araçların getirisindeki değişimler ve uluslararası ticarete büyük öneme sahip emtiaların arz ve talep durumu olarak belirtilmektedir. OPEC yesi ülkelerin 1983 yılında petrolün fiyatını barrel başına 34 ABD Dolarından 29 ABD Dolarına düşürmesi tüm dünya piyasalarını etkilemiş bir karar olmuştur.

Finansal anlamda hangi ülkeye yatırım yapılırsa yapılsın, katlanılması gereken bir risk değeri bulunmaktadır. Bu risk, global portföy oluşturmak suretiyle de yok edilmeyecektir. Portföye alınan varlık sayısına bakılmaksızın sabit bir global risk

bulunmaktadır. Çok uluslu firmalar özellikle doğrudan yatırımlarda genel bir çeşitlendirmeye ülkeler bazında giderek risklerini en aza indirgemektedir. Bu tip firmaların toplam risklerinin büyük kısmını global risk oluşturmaktadır.

3.1.2 Ülke Riski

Uluslararası yatırım analizlerinde en önemli araştırma konularından biri ülke politik ve ekonomik riskliliğinin belirlenmesidir. Shapiro (1994),ülke riskliliğini incelemek üzere dört kıstas belirlemektedir.¹⁸

- **Fiskal Risk:**Devlet bütçe açıklarının brüt milli üretime (GNP) oranı bir risk göstergesi olmaktadır.
- **Kontrollü Döviz Kuru Sistemi :**Sıkı kambiyo kontrollerinin olması ve devalüasyon tehdidi sermayenin ülke dışına kaçmasına sebep kabul edilen unsurlardan sayılmaktadır.
- **Üretken Olmayan Devlet Harcamaları:** Dış borca bağımlı büyüme gösteren bir ülke için alınan kredilerin çoğunlukla tüketimi sübvans etmesi ülke riskini artırmaktadır.
- **Ülke Kaynakları:**Bir ülkenin doğal, finansal ve işgücü kaynaklarının yetersizliği ve ayrıca etkin kullanılmaması durumu ülke riskini artırıcı yöndedir.

Aşağıda seçilen ülkeler için 1993 Mart ve 1993 Eylül risk seviyesi kredi derecesi ile özdeşleştirilerek verilmektedir:

¹⁸ SHAPIRO,Alan C.,Foundations of Multinational Financial Management,Second Edition,USA,1992,s.486

TABLO 3-1:ÜLKE RİSKLERİ

ÜLKE	Risk Sıralama Eylül 1997	Risk Sıralama Mart 1993	Kredi Derecesi Eylül 1993
İsviçre	1	1	92
Japonya	2	2	91.7
ABD	4	5	89.2
Singapur	11	12	80.9
Tayvan	14	13	78.1
İtalya	18	18	73.5
G.Kore	21	21	68.9
Hong Kong	24	24	66.1
Meksika	41	41	45.6
Türkiye	42	40	45.1
Güney Afrika	50	45	38.2
Arjantin	55	58	32.6
Brezilya	65	65	27.8

Kaynak:"Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye,İMKB Araştırma Müdürlüğü Proje Grubu,Kasım 1994

Ülke riski araştırması yatırım analizlerinde politik riskin iki yönlü araştırılmasından birincisi olarak da kabul edilmektedir.¹⁹ İkinci yön mikro yaklaşım olarak belirtilmektedir. Bu yaklaşıma göre, ülke politik riskinin her bir firmayı aynı derecede etkilemeyeceği varsayılmaktadır. Bundan dolayı her bir firma için sektörü de dikkate alarak politik riskin firma bazında yansımalarının hesaplanması önerilmektedir.

Politik istikrarın sağlandığı ve serbest piyasa ekonomisinin olduğu piyasalarda ekonomik büyümenin de reel anlamda sağlanması, bu piyasaları yatırıma uygun hale getirmektedir.

¹⁹ SHAPIRO,a.g.c.,s.475

Bir ülkenin dış rekabetteki gücü de, ülke riskini belirleyici hususlar arasında yer almaktadır. Bunun nicel olarak belirlenmesi için uluslararası ihalelerde ülke firmalarının konsorsiyumlarda bulunabilmesi ve başarılı olması durumları incelenmektedir. Ayrıca bir ülkedeki çok uluslu firmaların reel ekonomiye katkılarındaki büyüme ülke riskini azaltıcı gelişmelerden sayılmaktadır.

3.1.3 Mikro Ekonomik Risk

Yerel bir piyasada yatırım gerçekleştirecek bir yatırımcı için temel araştırma, sektör ve firma analizlerinde yoğunlaşmaktadır. Uluslararası yatırımcı sermayesine göre öncelikle hangi ülkelere yatırım yapacağına karar verirse, ikinci aşamada her bir ülke için de hangi firmalara yatırım yapmanın uygun olabileceğini portföyüne göre saptamaktadır. Mikro risk ve ülke riskinin birlikte düşünülmesi ile uluslararası portföyün sistematik olmayan bölümü belirlenmektedir. Yerel piyasadaki firmaların riskinin tahmin edilmesinde kullanılan pek çok metottan en yaygın olanları finansal rasyoların kullanılarak şirketin mali yükümlülüklerini karşılayabilme yeteneği, politik risklere bağımlılığı, uluslararası rekabet gücü gibi özelliklerin analiz edilmesidir.

Genel hatlarıyla belirtilen risk gruplarına göre bir ülke için yatırım riskinin belirlenmesinden ayrı olarak dış ülkede yatırım riski doğrudan döviz paritelerindeki değişmelerle ilişki içindedir. Farklı piyasalardaki farklı yatırım araçlarının tek bir para birimi ile karşılaştırılabilmesi önem kazanmaktadır. Bundan dolayı dış veya yabancı portföy yatırımları analizi için basit olarak iki grup risk düşünülmektedir: Yerel piyasa riski ve döviz riskidir.

3.2 Uluslararası Portföy Yatırımları ve Fiyatlama Modeli

Uluslararası sermaye yatırımlarının hareketi özellikle 1980 yılı sonrasında önem kazanmıştır. Bunda en önemli etkenlerden biri, Modern Portföy Kuramının önceki yıllardan getirdiği “riskin minimum ve getirinin maksimum kılınması” olasılığının uluslararası anlamda daha da artabileceğinin anlaşılmasıydı. Sınırlı bir piyasada oluşturulacak herhangi bir portföy en azından o piyasaya ilişkin genel riski (sistemik risk) içereceğinden etkinliği yeterli düzeyde olmayacaktır. Bu aşamada farklı pazarlara yönelmek kaçınılmaz olmuştur. Özellikle çok uluslu şirketler tarafından farklı ülkelerde yatırım yapma fırsatlarının yaratılması global sermaye yatırım sürecini hızlı bir şekilde geliştirmiştir.

3.2.1 Modern Portföy Teorisi ve ICAPM

Modern Portföy Teorisi finansal anlamda temel olarak Markowitz’in 1952’de yazdığı makaleye dayanmaktadır.²⁰ Bu teoride, yatırımcı tarafından “beklenen getiri-getiri varyansı” kuralına göre elde edilecek portföy seçimi ile yatırımcı beklentileri ve davranışı arasında ilişki kurulmaktadır. E-V (Expected returns-Variance of returns) kuralı olarak tanımlanan beklenen getiri-varyans analizi, portföy teorisinin matematiksel ifadesini oluşturmaktadır. Portföy analizinin anlaşılması bakımından sıkça tekrarlanan risk kavramı aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

Bir yatırımcının spesifik bir finansal varlıktan belirli bir dönemde edinebileceği kazanç getiri olarak tanımlanmaktadır. Gerek değerlendirme ve gerekse çeşitli yatırım araçları ile karşılaştırma bakımından getirinin yüzde olarak ifade edilmektedir. Bir hisse senedinin belirli bir dönemdeki getirisi aşağıdaki gibi formüle edilebilmektedir:

²⁰ MARKOWITZ, Harry M., “Portfolio Selection”, Journal of Finance, March 1952, s. 77-91

$$R = \frac{[(P_2 - P_1) + d](1 - v) - b}{P_1}$$

R = 1.dönemden 2.döneme getiri oranı,

P₁ = dönem başı fiyatı,

P₂ = dönem sonu kapanış veya 2.dönem başı açılış fiyatı,

d = dönem içi elde edilen kar payı,

c = alım-satım işlemleri maliyeti,

v = sermaye kazancı ve temettüe karşılık vergi oranı

b = bilgi edinme maliyeti.

Eğer vergi oranı sermaye ve kar payı için farklıysa:

$$R = \frac{[(P_2 - P_1)(1 - v_1) - d(1 - v_2)] - b}{P_1}$$

Dönem boyunca hisse senedinin P₁ fiyatından P₂ fiyatına değişmesine etken olan faktörler genel olarak dünya konjonktürü, ülke ekonomik-politik durumu, bulunulan piyasanın etkinliği ve firmaya özel koşullardır. Getiri analizi aynı zamanda fiyatlandırma ile birlikte düşünülmektedir. Bu aşamada, fiyatlandırmayı yapan veya yatırımı gerçekleştiren kişilerin davranışları da fiyatlandırma ve getiriyi belirleyen unsurların başında gelmektedir.

Gerçekleşen fiyatlar ile getiri hesabı tamamen belirtilen dönem için nominal değerleri göstermektedir. Enflasyonun dikkate alınmasıyla reel getiri hesabı için bir yaklaşım düşünülmektedir. Uluslararası anlamda değerlendirme yapılacaksa; farklı ülkelerde oluşan getiri değerlerini karşılaştırmak için ortak pariteler kullanılması gerekmektedir. Bunun için en uygun metod tek fiyat teorisine göre satın alma gücü

paritesidir. Aynı anda işlem yapma stratejisine göre aşağıdaki eşitlik geçerli olmaktadır:

$$\frac{1+R_s}{1+R} = 1+\Delta e$$

R_s : Finansal Varlığın ABD doları bazında getiri oranı

Δe : Yerel para biriminin döviz karşısında değer değişimi

R : Yerel piyasa getiri oranı

Bir yatırımcı için getiriden çok faydayı maksimum kılmak önem kazanmaktadır. Çünkü yatırımcı hayatı boyunca yapmayı hedeflediği tüketimleri en tatmin edici şekilde gerçekleştirmek isteyecek ve yatırımlarını buna göre planlamaya çalışacaktır. Bu nedenle fayda tercihi yatırımcıdan yatırımcıya değişmektedir. Yatırımcının bir dönem sonunda elde etmek istediği getiriyi rasyonel olarak tahmin etmesine dayalı hesaplanacak getiriler de beklenen getiriyi ifade etmektedir.

Rastsal olarak seçilmiş bir sayı kümesi için beklenen değer hesabı olasılık kurallarına göre aşağıdaki elde edilmektedir:

$K \equiv \{ x_1, x_2, \dots, x_n \}$ olmak üzere, herhangi bir i 'inci değer x_i 'nin gerçekleşme olasılığı p_i olsun. Bu durumda her bir farklı olayın gerçekleşme olasılıkları toplamı 1 olacaktır :

$$\sum p_i = 1 (i=1, \dots, n)$$

Ele alınan örnek K kümesi için yeni bir rastsal seçimin beklenen değeri olası durumların ağırlıklı toplamı olarak beklenmektedir :

$$\mu = E(R_i)$$

$$\mu = \sum p_i \cdot R_i (i=1, \dots, n)$$

Beklenen getiri için en basit yaklaşım aritmetik ortalama olmaktadır. Finansal olarak temel yaklaşımda ise, beklenen getiri, Tobin(1958), Sharpe (1964), Lintner (1965) tarafından geliştirilen modelde, pazara bağımlılık katsayısı ve bir risksiz getiri ile ifade edilmiştir. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM) olarak bilinen bu modele göre, beklenen getiri aşağıdaki formülle verilmektedir:

$$E(R_i) = R_F + \beta(E(R_M) - R_F)$$

$E(R_i)$ = “ i ” finansal varlığının beklenen getirisi

R_F = piyasadaki risksiz getiri

β =” i ” varlığının beklenen getirisinin piyasaya bağımlılığını gösterdiği kabul edilen katsayı

$E(R_M)$ = market portföyü beklenen getirisi

Beklenen getiri bir portföy için portföyde bulunan varlıkların beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır:

$$E(R_p) = k_1.E(R_1) + k_2.E(R_2) + \dots + k_n.E(R_n) \quad \sum k_i = 1 \quad (i=1, \dots, n)$$

Beklenen getinin tanımından öte, finans literatüründe temel tartışma fayda tercihinin seçimi ve risk boyutunun getiriye göre belirlenmesinde olmaktadır. Risk en genel anlamıyla kötü yönde olmak üzere beklentilerden sapmayı ifade etmektedir. Riski açıklamada kullanılan en yaygın yaklaşım varyanstır. Markowitz’in önerdiği portföy seçimi ortalama-varyans analizi ile açıklanmaktadır. Varyansın matematiksel ifadesi aşağıda belirtilmektedir:

$$\begin{aligned} \text{Var}x &= E[(x - E(x))^2] \\ &= E(x^2) - [E(x)]^2 \end{aligned}$$

E , beklenen değeri ifade eden simgedir.

“ E_x ” genellikle μ ve “ Var ” da σ^2 ile gösterilmektedir.

3.2.2 Uluslararası Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (ICAPM)

Uluslararası piyasalarda yatırım riski daha kolay dağıtılabilir ve azaltılabilir. Grubel (1968), Solnik (1974), Errunza, Losq (1985), Harvey (1991) ve Uppal (1993) tek piyasa için elde edilmiş CAPM'i kullanarak uluslararası piyasaları içerecek şekilde yeni modeller geliştirmiş ve test etmişlerdir. Bu çalışmalardan da görüleceği gibi, uluslararası portföy analizlerinde, ülkelerdeki faiz hadleri, döviz pariteleri ve enflasyon oranları önem kazanmaktadır.

Uluslararası finansal piyasalar global olarak bütünleşmiş ya da bölümlenmiş olması durumuna göre değerlendirmeye alınabilir. Farklı ülkelerde farklı risk yapılarının olması ve henüz tam bütünleşme ortamının oluşmaması, dünya piyasalarının bölümlenmiş bir yapıda kabul edilmesini uygun göstermektedir. Gültekin ve Penati piyasaların bölümlenmiş olmalarına ilişkin Japonya ve ABD borsalarını dikkate alarak piyasaların bölümlenmiş bir yapıda olduğu açıklamakta ve buna sebep olarak da hükümetleri göstermektedir.²¹ Solnik, CAPM'e ek olarak iki kabul yapmaktadır:

- (1) Tüm yatırımcılar aynı tip tüketim olanaklarına sahiptir
- (2) Satılma gücü paritesi geçerlidir.

Harvey (1991), farklı piyasalarda farklı beklenen getirilerin koşullu risk ile ölçülmesinin anlamlı sonuçlar vereceğini sayısal olarak ifade etmekte ve dünyanın tam bütünleşmiş piyasaya ulaşamadığını belirtmektedir. Bostock ve Wooley (1991), ülkeler arası piyasa getirileri karşılaştırması yaparken uluslararası ticarete en yaygın olarak kullanılan ABD Dolarını ortak döviz birimi almıştır. Uppal (1993) uluslararası yatırımcının dış ülkelerde portföy yatırımı yapmasına etki eden faktörleri enflasyon, işlem maliyetleri ve bilgi edinme-analiz kolaylık derecesi olarak ifade etmektedir.

²¹ GÜLTEKİN Mustafa, PENATİ, N. "Capital Controls and International Capital Market Segmentation: The Evidence from the Japanese and American Stock Markets", The Journal of Finance, Vol. 154, No 4, September 1989, s. 849-869

Uluslararası fiyatlama modellerinde de bir finansal varlık için beklenen getiri, koşullu olarak verilmektedir. Model, temelde Tobin, Sharpe ve Lintner'in CAPM görüşüne dayalıdır. Fakat dünyada farklı piyasalardaki firmalar için, fiyat belirlemede firmaların bulunduğu yerel piyasaların faktörleri kullanılmaktadır. Uluslararası anlamda ise yeni bir global piyasa faktörü kullanılması düşünülmektedir. Bostock ve Wooley farklı piyasalar için beklenen getirileri karşılaştırabilmek amacıyla firmalar için ortak nitelikte göstere olabilecek üç parametre kullanmıştır. Bu üç parametre fiyat/kazanç oranındaki değişim, kazançta değişim ve temettü verimindeki değişimdir. Hauser, Marcus ve Yaari (1994), beklenen getirileri piyasalar için hesaplamada döviz değer değişimini getiriye ekleyerek ya da çıkararak doğrusal getiri yaklaşımını sunmaktadır. Girard ve Gruber (1993) etkin piyasa hipotezine göre fiyatlardaki aşırı değişimlerin, piyasada yetersiz bilgiye sahip olan yatırımcı sayısının piyasadaki oranı ile orantılı olduğu iddia etmektedir. Netice olarak uluslararası fiyatlama modeli için bazı kabullerin yapılarak araştırılması uygun görülmektedir.

Koşullu CAPM modelinin uluslararası piyasalar dikkate alınarak düzenlenmesi ile bir portföy için beklenen getiri aşağıdaki şekilde verilir:

$$E(R_i) = R_F + \beta (E(R_w) - R_F)$$

$E(R_i)$: “ i ” finansal varlığının beklenen getirisi,

R_F : piyasadaki risksiz getiri (ABD hazine bonoları tercih edilebilir)

β : “ i ” varlığının beklenen getirisinin dünya piyasasına bağımlılığını gösterdiği kabul edilen katsayı

$E(R_w)$: dünya piyasası için beklenen getiri

Uluslararası oluşturulmuş bir portföy için pazar riskinin ölçüsü tüm piyasaları içerebilecek bir dünya endeksi olacaktır. Ayrıca farklı piyasalarda farklı para birimleri olduğu için döviz riskinin dikkate alınması gerekmektedir. Bu nedenle portföy getirileri ortak para birimi kullanılarak hesaplanabilir.

4. GELİŞMEKTE OLAN SERMAYE PİYASALARINDA PORTFÖY YATIRIMLARI

4.1 Gelişen Sermaye Piyasalarında Sermaye Yatırımları

Son yıllarda yeni gelişen sermaye piyasalarına gittikçe artan bir sermaye akımı olmuştur. Gelişmiş piyasalardaki arbitraj farklarının gittikçe düşmesi, yabancı yatırımcıları yeni pazarlar aramaya itmiştir. Bu etkene gelişmiş ülkelerin büyüme hızının yavaşlaması da eklenince; bu ülkelerdeki yatırımcılar daha dinamik ekonomilere ve daha yüksek büyüme oranlarına sahip olan gelişmekte olan ülkelere yönelmişlerdir.

Gelişen sermaye piyasaları, gelişen hisse senedi piyasaları ve gelişen tahvil piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır. International Finance Corporation (IFC) tanımlarına göre, bir hisse senedi piyasası sadece o ülkenin kişi başına düşen gayri safi milli hasılasının 8.355 ABD Dolarının altında olması durumunda, gelişen hisse senedi piyasası olarak kabul edilmektedir. Gelişen tahvil piyasaları ise, piyasanın konumundan çok, borçlanan ülkenin kredi derecesine göre değerlendirilmektedir.²²

1989 ve 1996 yılları arasında toplam portföy yatırımı on kat artmıştır. Uluslararası tahvil ihraçları, indirimler düştükten sonra, 1989'da 2 milyar ABD Doları iken, 1996'da 36 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun 23 milyar ABD Doları Latin Amerika ülkelerinin ihraçlarından oluşmaktadır. Hisse senedi yatırımları aynı dönem içinde 3.5 milyar ABD Dolarından 13 milyar Dolara çıkmıştır. Uluslararası piyasalarda

²² Union Bank of Switzerland, Group Economic Research, a.g.e., s.4

yapılan sermaye ihraçları ise, 1996'da 7 milyar ABD Dolarına yükselmiştir. Yine de, gelişen tahvil piyasalarının ihraçları, 1996 yılında, dünyada toplam yapılan ihraçların %20'sinden daha azdır.²³

Gelişen hisse senedi piyasalarının değeri dünya borsaları toplamının piyasa değerinin %5-6'sı kadardır. Gelişen tahvil piyasalarının tahvil ihraçları da uluslararası tahvil ihraçlarının %4'ünü oluşturmaktadır. 1988-1993 yılları arasında yabancı yatırımcılara açık olan gelişen hisse senedi piyasalarının ABD Doları bazında %32 getirisine karşılık, gelişmiş hisse senedi piyasaları %6.4 oranında bir getiri sağlamıştır. 1993'te IFC Bileşik Endeksi yirmi gelişen sermaye piyasası için ortalama %80, gelişmiş sermaye piyasaları için %23'lük bir getiriyi göstermektedir. 1993 yılı sonu itibariyle yabancı yatırımcılar 186.4 milyar ABD Dolarlık gelişen menkul kıymet piyasalarının hisse senetlerini ellerinde tutmaktadır. Bu rakam gelişen hisse senedi piyasalarının piyasa değerinin %11.6'sı kadardır.

1994 yılının sonunda, IFC Bileşik Endeksi %12 artış göstermiştir. Aynı dönemde Avrupa ve Ortadoğu bölgeleri %40'luk, Latin Amerika %1'lik, Asya %16'luk bir düşüş yaşamıştır.²⁴ 1994'te piyasalarda kaydedilen düşüşe rağmen, gelişen hisse senedi piyasaları 1990 yılının sonundan itibaren ABD Doları bazında ortalama %21 oranında yıllık getiri sağlamıştır. Gelişmiş hisse senedi piyasalarının geliri ise %9 olmuştur. 1994 yılı başında gelişen sermaye piyasaları endeksine yapılan yatırım, %25 değer kaybederken, gelişmiş sermaye piyasalarındaki düşüş ortalama %6 civarında gerçekleşmiştir.²⁵ 1994 yılı başından beri bu piyasalarda yaşanan düşüş portföy çeşitlemesi yapılmaksızın, söz konusu ülkelere yapılan yatırımların ne kadar riskli olduğunu göstermektedir. Bu, aynı zamanda gelişen sermaye piyasalarının değişkenliği ve uluslararası sermaye piyasalarındaki artan duyarlılığı ortaya koymaktadır.

²³ a.g.e.,s.4-5

²⁴ Union Bank of Switzerland, Group Economic Research, a.g.e.,s.1-9

²⁵ a.g.e.,s.3-5

Gelişen sermaye piyasaları, gelişmiş piyasalara kıyasla daha sığ piyasalardır. Bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi, gelişmiş piyasalara göre daha azdır. Büyük miktarda alım-satım emirleri gelişen piyasaların derinliği fazla olmadığından; fiyat hareketlerinde ani iniş ve çıkışlara yol açmaktadır. Ulusal piyasalarda olabilecek herhangi bir değişiklik bu piyasalarda çok büyük dalgalanmalar yol açabilmektedir. Zaman zaman yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar da, dalgalanmalara neden olmaktadır.

Gelişen piyasalarla, gelişmekte olan piyasalar arası korelasyon katsayısının göreceli olarak düşük olması, portföy çeşitlendirmesine olanak sağlamaktadır. Gelişmekte olan piyasaların globalleşme sürecinde ilerlemesiyle katsayılar da artış görülebilecektir. IFC Bileşik Endeksi 1984-1989 yılları arasında, Ekim 1987'de piyasalarda yaşanan çöküş dışında tutulduğunda, gelişmiş piyasalarla negatif bir korelasyon göstermiştir. 1996 itibarıyla, yedi yıllık hareketli ortalama katsayılarında %35'lik artış görülmüştür.²⁶ Aynı zamanda bileşik endeks korelasyon katsayısı yükselse de, tek tek gelişen ülkelerle, gelişmekte olan ülkeler arasındaki korelasyon katsayıları düşüktür. Böylece portföy çeşitlendirilmesi için gelişen sermaye piyasalarının hala büyük bir potansiyel taşıdığı görülmektedir.

Tablo 4-1'de gelişen ve gelişmiş sermaye piyasaları arasında korelasyon katsayıları verilmektedir. Getiri korelasyonlarına bakılarak, gelişmekte olan ülkelerle yeni gelişen piyasalar arasındaki bütünleşme düzeyi hakkında bir yorum yapmak mümkündür. Örneğin ABD'nin İngiltere piyasası ile arasındaki ilişki katsayısı 0.65 iken, gelişmekte olan piyasalar ile 0.29 olmuştur. Düşük korelasyon katsayıları uluslararası portföy çeşitlendirilmesinde, portföye gelişen sermaye piyasalarının katılmasıyla çok büyük kazançlar elde edilme potansiyeli vermektedir. Böylece portföyün hem getirisi yükselmekte hem de riski azalmaktadır.

²⁶ union Bank of Switzerland, Group Economic Research, a.g.e., s.7

TABLO 4-1 :1981-1997 YILLARI ARASINDA GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN SERMAYE PIYASALARININ AYLIK GETİRİ ORANLARI ARASINDAKİ KORELASYON KATSAYILARI

	A.B.D	Japonya	İngiltere
Japonya	0.290		
İngiltere	0.650	0.435	
Gelişen Sermaye Piyasaları	0.292	0.131	0.387

Kaynak:Hauser,Shumel,Matıtyahu,Marcus,Yaari,Uzi,"Investing in Emerging Stock Markets:Is it Worthwhile Hedging Foreign Exchange Risk?",The Journal of Portfolio Management,Spring 1994,s.77

1994 yılında başlayan düşüş, 1993 yılı fiyat artışlarının olağanüstülüğünden de kaynaklanmaktadır. 1998 yılında gelişmiş ülke yatırımcılarının gelişen hisse senedi piyasalarına 45 milyar ABD Doları aktarmaları beklenmektedir. Yatırımcılar bu piyasaları yüksek getiri, büyüme potansiyeli, portföy çeşitlemesi ve göreceli olarak ucuz hisse senedi fiyatlarından kaynaklanan avantajları değerlendirmek için tercih etmektedir.

Özellikle Brady tahvilleri²⁷ getirileri 1990 sonu itibariyle gelişmiş ülke tahvillerine göre daha yüksek gerçekleşmiştir. 1993'te ABD Doları bazında %44.2, aynı yıl ABD'de 10 yıllık devlet tahvili %11.3, diğer gelişmiş ülke tahvilleri %16.2 oranında getiri sağlamıştır.²⁸ Tahvil fiyatlarının yükselmesinde gelişen tahvil piyasalarının uluslararası yatırımcılar tarafından gittikçe artan oranlarda portföylerinde kullanılması, dolayısıyla popülerliklerinin artmasının payı büyüktür.

²⁷ 1980'lerde ABD Hazine Bakanı Nicholas Brady'in önerisiyle,konkordato ilan eden ülkelerin borçları menkul kıymetleştirildi. Borçlanan ülkelerin IMF'in reformlarını uygulayacakları taahhüdü sonucunda,ABD hazine bonoları teminat gösterilerek menkul kıymetleştirilmiştir. Söz konusu tahviller Brady tahvilleri olarak anılmaktadır.

²⁸ Union Bank of Switzerland,Grroup Economic Research,a.g.e.,s.7

4.2 Yabancı Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri

Yabancı portföy yatırımları, yeni gelişen ülkeye borçlanma yoluna gitmeden ihtiyaç duyduğu fonları sağlama olanağı vermektedir. Borçlanmanın getireceği faiz yükünün üstlenilemeyecek seviyeye ulaşması nedeniyle, yabancı portföy yatırımları yoluyla sağlanan fonlar, ödemeler dengesine olumlu katkı sağlamaktadır. Bu fonlar ülke ekonomisinde ucuz bir finans kaynağıdır. Aynı zamanda bu fonlar ülkenin büyüme hızının sürekliliğine de olumlu katkıda bulunmaktadır.

1997 yılı sonu itibariyle, Latin Amerika piyasalarında uluslararası yatırımcılar piyasa değerinin önemli bir kısmını; Arjantin’de %50, Meksika’da %40 oranında ellerinde tutmaktadır. 1991’de Telemex’in 2.1 milyar ABD Doları olan ilk özelleştirme hisse senedi ihracı %80 oranında yabancı yatırımcılar tarafından karşılanmıştır.²⁹ Bu örnek uluslararası hisse senedi yatırımcılarının bir ülkenin hisse senedi piyasasını canlandırıcı bir katalizör rolü oynayabileceğini göstermektedir. Meksika’da Telemex’in, diğer piyasa reformlarıyla birlikte özelleştirilmesine karar verilmesi yabancı sermaye hareketlerini ve portföy yatırımlarını hızlandırmıştır. Birinci ve ikinci Telemex satışları sırasında Meksika hisse senedi piyasalarında %300 oranında bir artış gözlemlenmiştir. Özelleştirme yoluyla ülkeye iki yıl içinde 15 milyar ABD Doları değerinde yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Latin Amerika’da, yabancı sermaye 1989’da 5 milyon, 1990 yılında 13 milyar ve 1991’de 40 milyar ABD Doları seviyesine çıkmıştır.³⁰

Tablo 4-2’de gelişmiş ve gelişen piyasalardaki uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini ölçmek için, net yabancı portföy alımı ile hisse senedi fiyatları arasındaki korelasyon araştırması yapılmıştır.³¹ Yapılan analize göre, gelişen sermaye

²⁹ Cozzini, Angela, Howell, Michael "Cross-border Equity Flows: Hot or Cold?", Baring Securities, April 1994, s.3

³⁰ TÜSİAD, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları Sempozyumu" Yayın No Tüsiad-t/93, 11-163, s.50

³¹ Howell, Cozzini, a.g.e., s.8

piyasalarına yapılan her 1 milyar ABD Doları yabancı sermaye yatırımının, hisse senedi fiyatları %1.4 oranında artırdığı görülmektedir. Gelişmiş sermaye piyasalarında ise yatırılan her 1 milyar ABD Doları, hisse senedi fiyatlarında %0.3 oranında bir artış yaratmaktadır. Analiz sonuçlarına göre, fiyat hareketlerinde yabancı sermayenin etkin rol oynadığı söylenebilmektedir.

**TABLO 4-2: HİSSE SENEDİ FİYATLARI VE NET YABANCI PORTFÖY
ALIM-SATIM İŞLEMLERİ: GELİŞMİŞ VE GELİŞEN SERMAYE
PİYASALARI 1986-1993**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Ort.
Gelişmiş Piyasalar									
Net yabancı alım(\$ milyar)	38.6	10.6	29.4	76.5	-10.0	84.9	30.7	107.2	46.0
Hisse senedi getirileri	39.0	15.0	21.4	15.1	-19.3	16.5	-7.7	19.7	12.5
Gelişen Piyasalar									
Net Yabancı alım(\$ milyar)	3.3	5.9	3.5	10.1	13.2	15.8	22.5	52.0	15.8
Hisse senedi getirileri	8.7	10.0	53.2	51.7	-30.09	15.6	-1.4	64.2	21.4

Kaynak: Howell, Cozzini, a.g.e., s.8

Yeni gelişen ülkelere yapılan yoğun yabancı sermaye yatırımları ilgili ülkelerin makro-ekonomik politikalarının uygulanmasını güçleştirici sorunlara sebep olabilmektedir. Özellikle finansal kriz zamanlarında portföy yatırımları ülkelerin para ve döviz politikalarında problemleri ağırlaştırabilmektedir. Yabancı portföy yatırımları, ülkelerin döviz rezervlerinde yoğun bir baskı yaratabilmektedir.

Uluslararası yatırımcılar ikincil piyasaların sağladığı likiditeyle, sahip oldukları menkul kıymetleri büyük miktarda satıp, elde ettikleri geliri ülkelere geri transfer

edebilmektedir. Döviz rezervlerinin erimesine yol açabilecek bu hareket, özellikle küçük ölçek ekonomilerine sahip ülkelerde krizsel sorunlar yaratabilmektedir. Sabit döviz kuru oynamaları yerine değişken döviz kur politikası uygulamaları bu tür sorun ve baskıları hafifletebilmektedir.

Ülkeler ekonomik reformlarını tamamlamadan önce, yabancı sermaye giriş ve çıkışlarında tam bir serbesti sağlanması ve dolayısıyla makro-politik enstrümanlarını etkin kullanmamaları halinde, döviz kurundan kaynaklanan dengesizliklerin sonuçlarına da katlanmak zorunda kalacaklardır. 1970'lerde Arjantin, Şili ve Uruguay faizlere uyguladıkları tavanı ve sermaye kısıtlamalarının çoğunu kaldırmışlardır. Bu liberalizasyon uygulamalarının sonucunda, reel faizler %30'lara kadar yükselmiş, Arjantin yabancı sermaye akımına uğramış, bu da ülkelerin döviz kurlarının dengelemesine yol açmıştır. 1977'nin ilk çeyreğiyle, 1981'in ilk çeyreği arasında, Arjantin'in ticari ağırlıklı döviz kuru reel olarak, üç kat değer kazanmıştır. Daha sonra ilgili ülkeler ödemeler dengesi açıklarının giderek büyümesi sonucunda yaptıkları liberalizasyon çalışmalarını yavaşlatmak zorunda kalmışlardır.

Yabancı sermaye hareketlerinin kısa vadeli, spekülatif amaçlara yönelik olması sıcak para olarak adlandırılan sermaye faiz çıkışlarını hızlandırmaktadır. Bir başka ifadeyle, sıcak para, faiz hareketi ve kur beklentisine bağlı olarak ülkelere girip çıkmaktadır.

Diğer taraftan ülke ekonomilerinde para arzı politikaları enflasyonla mücadele için en etkili araçlardan biri olarak kullanılmaktadır. Aktif bir tahvil piyasasının varlığı, özel sektörün paraya benzer özellikler taşıyan borçlanma senetlerinin ihraç edilmesine imkan vermekte ve dolayısıyla hükümetlerin para arzı kontrollerini azaltıcı rol oynamaktadır. Hükümetler özel sektör borçlanma senetlerine olan ilgiyi azaltmak suretiyle para arzını azaltmakta, devlet borçlanma senetlerinin faizlerini yükseltebilmektedir. Ancak bu politika, tasarrufları yatırımlar yerine rantiyeye yöneltebilmekte ve de en önemlisi yabancı sermayenin o ülkenin para birimine ilgisini artırarak, sıcak paranın döviz kuru dengelerini bozmasına yol

açabilmektedir. Bu tür bir gelişmenin getireceği ekonomik sorunları engelleyebilmek için gelişmekte olan ülkelerin sermaye kısıtlamalarını kaldırmadan önce, düşük enflasyon ve makro ekonomik istikrarı sağlamaları, daha sonra finansal serbestleşmeye gitmeleri daha doğru bir yaklaşım olarak düşünülmektedir. Yabancı sermaye giriş-çıkışının ülke ekonomisinde yaratabileceği dalgalanmaları önleyebilmek, yapılan finansal reformlarda sistematik amaç ve uygun politikaların takip edilmesine bağlıdır.

Bu yönde ilk olarak bütçe açığının kapatılması, deflasyonist politikalar izlenmesi ve ekonomik istikrarın sağlanması gerekmektedir. Ekonomideki istikrarı ticari reformlar takip etmelidir. Bu aşamadan sonra döviz ve sermaye giriş-çıkışlarının kontrolünde serbesti sağlanmasının ekonomiye sorun yerine katkı sağlayacağını beklemek daha doğru olacaktır. Ekonominin ve finansal piyasaların doğal gelişimini takiben, kısıtlayıcı engellerin kaldırılması temel amaç olmalıdır. Mali alan içerisinde sermaye piyasalarının kurumsal ve yasal altyapısının hazırlanması piyasaların etkin işleyiş mekanizmasına sahip olması yönünde yapılacak diğer gereklilikler arasında yer almaktadır.

Yeni gelişen ülkelerde sermaye giriş-çıkışlarının serbestleşmesi uygulanacak ekonomik reformların en son aşamasında oluşturulmalıdır. Bütçe açığı kapatılmadan, yüksek enflasyon oranı düşürülmeden ve ticarete rekabet edebilecek düzeyde tam serbesti sağlanmadan önce uluslararası sermaye hareketlerinde tam bir serbestiye gidilmesi ülkelere faydadan çok zarar getirecektir.

Ancak bütçe açığının dengelenmemesi durumunda, sermaye giriş-çıkışlarının kontrollerinin kaldırılması, o ülkenin para biriminin değerlenmesine yol açabilmektedir. Düşük kur, yüksek faiz ikili politikası yüksek bir faiz beklentisi oluşturarak, büyük ölçüde yabancı sermaye girişi sağlayabilmektedir. Düşük kur politikası, ihracatı olumsuz yönde etkileyip, ithalatı artırır ve böylece, ithalat ve cari açık artar. Ülkeye olan sermaye akımı devam edeceğinden, hükümetler daha kolay borçlanabilecektir. Böylece bütçe açığı daha da büyüyecektir. Bütçe açığını kapatmada kullanılan politikalar popülist olmadığı için, hükümetler oy kaygısıyla bu politikaları kullanmayı ertelemektedir. Ancak muhtemel finansal krizlerin ortaya

ıkmasına zemin hazırlayacak bu tür politikalar daha çok zararlara sebep olabilmektedir.

Ticari reformların yapılmamış olması yabancı sermayeyi verimsiz yatırımlara yöneltebilmektedir. Sektörlere ilişkin korumacı politikaların uygulanması imento sektörü için o ülke koşullarında karlı, ama, dünya kıstaslarına göre son derece verimsiz yatırımlar yapılması yabancı sermayenin sadece rant sağlamak amacıyla sektöre yatırım yapmasına neden olacaktır. Yabancı sermaye doğrudan ya da o sektörün hisse senetlerinin satın alınması yoluyla gelmektedir. Yapılan yatırımlar, yatırım yapılan ülkenin fiyatlarıyla kazanç sağlayacağından uluslararası pazardaki fiyatlar ve maliyetler göz önüne alındığında, yatırım yapılan bir ülke açısından bir zarar söz konusu olacaktır.

Sonuç itibariyle, gelişen ülkeler yabancı portföy yatırımlarını artırmadan önce yapısal değişikleri gözden geçirmeli ve olası zararları iyice inceledikten sonra, zararları en aza indirgeyecek şekilde yapısal ve teknik düzenlemelere gitmelidir. Yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomisine beklenen faydayı sağlaması yönündeki hukuki, ekonomik, politik düzenleme ve politikalarda tutarlı ve istikrarlı davranış içerisinde olmak üzere son derece önemlidir.

4.3 Gelişmekte Olan Piyasalardaki Yatırımcılar ve Motivasyonları

Gelişmekte olan piyasalarda yatırım yapan yatırımcıları beş grupta sınıflandırmak mümkündür:

- 1- Denizaşırı ülkelerde yatırımları ve sermayeleri bulunan ülke vatandaşları ve diğer özel yatırımcılardır. Bu grup, Latin Amerika'nın gelişmekte olan piyasalarında aktif olarak faaliyette bulunan portföy yatırımcılarının çoğunluğunu oluşturmaktadır. Bu yatırımcılar, kendi ülkelerindeki kalkınma hareketinin içerisinde düzenli olarak yer almakta ve hükümet politikalarındaki değişmeleri yakından takip etmektedirler. Gelişmekte olan piyasalardaki yatırımları kısa

vadede yüksek getiri beklentisi içerisinde bu piyasalara yönelmektedir. Hamiline yazılı ve getirisi sağlam döviz cinsinden olan finansal araçları tercih etmektedirler. Bu yatırımlar, gelişmekte olan bir ülkenin uzun dönemli büyüme hedeflerine yararı olmayacak “sıcak para” olarak adlandırılmaktadır.

- 2- Yöneticileri, bir veya birkaç gelişmekte olan piyasada performansı temel olan işlemleri amaçlayan, hisse senedi ve yüksek getirili tahvil alıp-satan fonlardır.
- 3- Alıp satmak veya stok tutmak amacıyla portföylerini oluşturan yabancı bankalar ve aracı kurumlar,
- 4- Euro-tahvillerle ilgili kuruluşların portföy riskini en aza indirmek güdüsü ile hareket eden perakendeci müşteriler. Bu yatırımcılar genellikle gelişmekte olan piyasalardaki yüksek riske ve getiriye sahip portföy yatırımları ile ilgilenmektedir.
- 5- Yatırım yaptıkları piyasada daha çok uzun vadede büyüme beklentileri olan ve istikrar arayan, bekledikleri getiri için daha uzun bir zaman sürecine sahip kurumsal yatırımcılar (Ör. emeklilik fonları, hayat sigortası şirketleri)

Görüldüğü üzere, gelişmekte olan piyasalara yatırım yapan yatırımcıların bir kısmı kısa vadeli yüksek getiriler peşinde koşarken, bir kısmı portföylerinin sadece belli bir kısmını riski dağıtma prensibi içerisinde hareket ederek, bu piyasalara yatırım yapmakta ve uzun vadeli beklentiler içine girerek kısa vadede aktif hareketler içerisinde bulunmamaktadırlar. Kısa vadeli yatırımcılar için, yüksek getiri arayışı ve bu bağlamda ülke bazındaki değerlendirme oranları önem kazanırken uzun vadeli kurumsal yatırımcılar için piyasaların volatilitesi (fiyatlardaki ani iniş-çıkışlar) uluslararası çeşitlendirme potansiyeli ve piyasa derinliği gibi hususlar ön plana çıkmaktadır.

4.3.1 Yüksek Getiri Arayışı ve Düşük Değerlemeler

Daha önceki bölümde de belirtildiği üzere, uluslararası sermaye piyasalarında yatırım yapan portföy yatırımcılarının bir kısmı kısa vadede yüksek getiri sağlamayı amaçlayan ve bu güdüyle hem gelişmiş hem gelişmekte olan piyasalara seri bir şekilde girip çıkan yatırımcılardır. Bu tip yatırımcılar, yüksek getiri arayışı içerisinde, piyasalardaki değerlendirme farklılıklarında faydalanmayı ve yüksek volatilité olgusunu kendi lehlerine çevirmeye çalışmaktadırlar.

Bu tip yatırımcılar ülkenin siyasi riski nedeniyle, oluşabilecek transfer riskini göze almak istemezler. Piyasalar arasında yüksek getiri beklentisi içerisinde hareket ederken, transfer riskleri ile karşı karşıya kalmak istemezler. Diğer taraftan siyasi riskin ve dolayısıyla transfer riskinin düşük kalması kaydıyla genel ekonomik şartlardaki değişimler sonucunda oluşabilecek kur riskini ise göze almaktadırlar. Bununla birlikte, volatilitenin bir risk unsuru olup olmadığı henüz finans literatüründe tartışılmaktadır. Bu tip yatırımcılar, genellikle doğru zamanlama yaparak, gelişmekte olan piyasaların yüksek volatilitésini kendi lehlerine çevirmeye çalışmaktadırlar.

Hisse senedi piyasası katılımcıları için en önemli çabalardan biri de yatırım yaptıkları hisse senedinin gerçek değerine ulaşmaktır. Bunun bir yolu da temel analiz tekniklerini kullanmaktır. Finans uzmanları, şirketlerin kamuya açıkladıkları temel verileri göz önünde bulundurarak, bir şirkete ait hisse senedinin değerini bulmaya çalışmaktadırlar. Zaman içerisinde bazı oranlar hisse senetlerinin değerinin bulunmasında ve diğer hisse senetleri ile karşılaştırılmasında daha yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Bu oranlar, finans uzmanlarının ve diğer piyasa katılımcılarının yakından bildiği, “ Fiyat/Kazanç ” (F/K), “ Fiyat/Defter Değeri ” (F/DD) ve “ Temettü Verimi ” (T/F) oranlarıdır. Bu oranlar herhangi bir şirkete ait hisse senedi için hesaplanabileceği gibi, herhangi bir sektör ve bir borsa için de hesaplanabilmektedir. Tarihsel veriler ve sektöre ilişkin ortalamalar dikkate alındığında herhangi bir şirkete ait hisse

senedinin göreceli değeri tespit edilmeye ve piyasada oluşan fiyatlar dikkate alındığında bir arbitraj imkanının bulunup bulunmadığı anlaşılmaya çalışılmaktadır.

Örneğin, tarihsel veriler dikkate alınarak bir şirketin F/K oranının 10 olduğunun düşünelim. Açıklanan bilançoda hisse başına kazanç 200 TL çıkmışsa, bu şirketin piyasadaki fiyatının yaklaşık $(200 \times 10) = 2000$ TL olması beklenir ve eğer şirketin hisse senedinin fiyatı bu fiyatın altında ise düşük değerlendirildiğinden bahsedilmektedir. Aynı değerlendirme yapılırken, yine sektör ortalamalarının veya piyasa ortalamalarından yararlanılmaktadır.

Yukarıda da belirtildiği gibi her üç oran ile aynı borsadaki değişik hisse senetleri yatırım açısından karşılaştırılabileceği gibi, değişik ülke ve borsalar arasında da genel bir karşılaştırma yapılabilmektedir.³² Sermaye birikiminin fazla olduğu gelişmiş ülkelerde, bu oranların yüksek çıkması beklenmektedir.

Piyasalar arası bir karşılaştırma yapılabilmesi için IFC Endekslerine başvurmak gerekmektedir. IFC ülke endeksini oluştururken, her yıl sonunda, toplam piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmini yaklaşık %60-75'ni gerçekleştiren 10-20 arasında şirketin hisse senedini dikkate almaktadır. IFC, ülke endeksine dahil ettiği şirketleri dikkate alarak değerlendirme oranlarını hesap etmektedir.

Tablo 4-3'teki verilerden de anlaşılacağı üzere gelişmekte olan ülkelerin borsa fiyat endeksleri dolar bazında oldukça yüksek getiriler sağlamıştır. Bu yüzden kısa vadede yüksek getiri tercih eden yatırımcılar gelişmekte olan ülkelerde yatırım yapmaktadır. Tablo 4-3, gelişmekte olan piyasalar için hazırlanmış IFC Fiyat endeksleri ile bir kısım gelişmiş borsa fiyat endeksinin 1993 yılı içerisinde USD bazındaki yüzde değişimini göstermektedir.

³² Karşlı Muharrem, "Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, 3. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul, 1989, s.385

TABLO 4-3: IFC FİYAT ENDEKSİ, 1993 YILI PERFORMANS ÖZETİ

	Sıralama	Piyasa	IFC Fiyat Endeksi % Değişim
Gelişmekte Olan Ülkeler	1	Polonya	717.9
	2	Türkiye	213.7
	3	Filipinler	133.2
	4	Zimbabve	122.3
	5	Endonezya	109.1
	6	Malezya	99.5
	7	Tayland	97
	8	Brezilya	91.3
	9	Tayvan	86.9
	10	Arjantin	67.8
	11	Sri Lanka	61.3
	12	Pakistan	52.4
	13	Meksika	46.2
	14	Peru	34.9
	15	Kolombiya	31.7
	16	Portekiz	30.9
	17	Şili	29.5
	18	Ürdün	20.8
	19	Kore	20.6
	20	Macaristan	19.1
	21	Hindistan	17.0
	22	Yunanistan	16.1
	23	Çin	-7.5
	24	Venezüella	-10.5
	25	Nijerya	-18.2

Kaynak: IFC Emerging Stock Market, Factbook, 1994

Tablo 4-3’de görüleceği üzere Polonya, Türkiye, Filipinler, Zimbabve ve Endonezya borsaları 1993 yılında sırasıyla %717.9, %213.7, %133.2, %122.3 ve %109.1 USD bazında getiri sağlamıştır. Bu getiriler, küçük-büyük, bireysel-kurumsal her türlü yatırımcının mutlaka ilgisini çekecek getirilerdir. Her ne kadar yıllar itibariyle sıralar değişse bile, son altı yılda gelişmekte olan piyasaların ortalama getirileri USD bazında gelişmiş piyasaların genellikle üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum, daha çok uzun vadede yüksek getiri bekleyen kurumsal portföy yatırımcıları açısından da önemli bir göstergedir.

4.3.2 Uzun Vadeli Portföy Yatırımları

Gelişmekte olan piyasalar, uzun vadede istikrarlı ve yüksek bir ortalama getiri beklentisi içerisinde olan kurumsal portföy yatırımcıları için önemli olanaklar sağlamaktadırlar. Gelişmekte olan piyasalar uluslararası portföy yatırımcılarına portföy çeşitlendirmesi yoluyla riskini azaltma imkanı vermektedir. Bu arada piyasalar arasında çeşitlendirmeye gidilirken, gelişmekte olan piyasaların volalitesini de göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

İlk olarak gelişmekte olan piyasaların orta ve uzun vadede göreceli olarak yüksek getiri sağlayıp sağlamadığını inceleyebiliriz. Tablo 4-4, gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalar ile önemli gelişmiş borsa endekslerinin, 1984 yılı baz (1984=100) alınarak, 1993 yılı sonu değerlerini vermektedir. Gelişmekte olan borsalara ait veriler IFC Global Fiyat Endeksi’nden alınmıştır. Tablo, gelişmekte olan piyasaların orta/uzun vadede de getirilerinin gelişmiş piyasaların üzerinde gerçekleştiğini göstermektedir. Örneğin Arjantin’e uzun vadeli portföy yatırımı yapan bir ABD’li yatırımcı, yatırım yaptığı portföyün dokuz yıl içerisinde on altı katına çıktığını gözlerken, ABD S&P 500 endeksi aynı süre içerisinde ancak 2.8 kat artabildiği görülmektedir. Dikkat edilmesi gereken çok önemli husus, gelişmekte olan piyasalardaki yüksek volalitedir. Örneğin Filipinler borsasına 1987 yılında 912.8 endeksten (1984=100) giren ve orta vadeli bir perspektifi bulunan portföy yatırımcısı üç yıl sonra piyasadan çıkmaya karar verirse 870.2 endeksten çıkacak ve 1993 yılında endeksin 3753.2 olduğunu görecektir. Benzer bir durum daha belirgin

bir şekilde Brezilya'da gerçekleşmiştir. Bu da volalitenin, iyi zamanlama yapılmadığında, portföy yönetim zararlarına yol açan önemli bir risk faktörü olduğunu göstermektedir.

TABLO 4-4: IFC FİYAT ENDEKSLERİ (1984=100; USD)

Ülkeler	Endeks
Arjantin	1602.4
Brezilya	193.4
Şili	2315.8
Kolombiya	1471.6
Meksika	2715.1
Peru	134.9
Venezüella	406.5
Çin	92.5
Kore	507.7
Filipinler	3753.2
Tayvan	843.3
Yunanistan	339.2
Macaristan	119.1
Ürdün	156
Nijerya	23.7
Polonya	570.9
Türkiye	477.1
Zimbabve	437.6
Endonezya	120.5
Hindistan	405.6
Tayland	1192.9

Kaynak: IFC, Emerging Stock Markets Factbook, 1994

Bilindiği üzere, modern portföy teorisine göre bir finansal varlığa yatırım yapmanın riski, o finansal varlığın getiri dağılımının varyansı veya standart sapması ile ölçülmektedir. Bu anlamda hisse senetlerinin geriye dönük getirilerinin standart sapması o hisse senedinin volalitesinin bir ölçütüdür. Bu anlamda bir borsanın

volalitesinin ölçülmesinde, o borsada endeksteki değişmelerin standart sapması kullanılmaktadır.

IFC'nin Global Fiyat Endekslerindeki yüzde değişiminin aylık ortalaması ve standart sapmaları Tablo 4-5'de verilmektedir.

TABLO 4-5: GELİŞMEKTE OLAN VE GELİŞMİŞ PIYASALARIN FİYAT ENDEKSLERİNİN STANDART SAPMASI(1991-1996)

Piyasa	Ay Sayısı	Standart Sapma	% Değişimin Aylık Ortalaması
Arjantin	60	33.52	7.87
Brezilya	60	21.82	3.64
Şili	60	7.50	2.96
Kolombiya	60	10.78	3.66
Meksika	60	7.65	3.69
Peru	12	12.80	3.28
Venezüella	60	14.66	3.01
Çin	12	19.80	1.13
Kore	60	8.50	0.02
Yunanistan	60	13.77	1.94
Polonya	12	30.20	22.05
Türkiye	60	20.20	4.06
ABD S&P 500	60	3.72	0.94
U.K.FT 100	60	5.66	0.10
Japonya Nikkei	60	9.16	0.32

Kaynak: IFC, Emerging Stock Markets Factbook, 1997

Gelişen borsalarda volalitenin yüksek olmasının nedeni, bu borsaların ülke içi ve global ekonomik ve siyasi değişmelerden çok çabuk etkilenmeleridir. Gelişmekte olan borsalara giren paranın daha çok "sıcak para" olması, bu paranın, global ve ülke içi konjonktür değişikliklerinden çok çabuk etkilenmesine yol açmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunun yapmış olduğu ihracatın global faktörlere bağlı olması, uluslararası faiz oranlarının yükselmesi, gelişmiş ülkelerde ekonominin canlanması ve üretimin artması, sanayileşmiş ülkelerde korumacılık eğilimlerinin artması gibi nedenler borsaların volalitesini artırmaktadır. Örneğin, Japonya'nın para politikasında gerçekleşmesi beklenen daralma özellikle güney ve doğu Asya borsalarında ani fiyat hareketlerine neden olmaktadır. Bununla birlikte gelişen borsaların düşük kapitalizasyonları, işlem hacminde birkaç büyük hisse lehine görülen yoğunlaşmalar, düşük likidite ve yerel yatırımcı tabanının gelişmemiş olması gibi etkenler gelişmekte olan borsaların volalitesini etkilemektedir.³³

Modern portföy teorisine göre, sistematik olamayan riskin ortadan kaldırılması mümkündür. Bir yatırımın riskini yüksek kılan, yok edilemeyen risk, yani sistematik risktir. Bir borsanın sistematik riski ise o borsanın yok edilemeyen volalitesini diğer bir ifadeyle standart sapmasıdır.

Her bir piyasanın sahip olduğu sistematik risk bir anlamda, uluslararası portföyün sistematik olamayan riskidir. İyi bir çeşitlendirme yapılarak portföyün riski azaltılabilmektedir. İşte gelişmekte olan borsalar bu anlamda yatırımcılara önemli olanaklar sağlamaktadır. Olaya modern portföy teorisi açısından bakacak olursak, uluslararası portföylerin sistematik riskinin azaltılması, o ülke borsasının fiyat hareketlerinin diğer ülkelerdeki fiyat hareketleri ile ne derece ilişkili olduğuna, diğer bir ifadeyle ülke piyasalarının fiyat hareketlerinin birbirleri arasındaki korelasyonuna bağlıdır. Fiyat hareketlerinin birbirleriyle sıkı ilişki halinde olması, aralarında yüksek korelasyon bulunduğunu göstermektedir. Bu da, bu tip borsalara yatırım yapan kurumsal portföyler için sistematik olmayan riskin yüksek olması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla uluslararası yatırımcılar açısından bir borsanın volalitesinin yüksek olmasından çok, diğer borsalardaki fiyat hareketleri ile ilişkisi önemlidir. Yapılan araştırmalar göstermiştir ki, gelişmekte olan borsaların birbirleriyle olan korelasyonları ya çok düşük ya da negatiftir. Aynı bölgede faaliyet gösteren bazı borsalarda düşük korelasyonların görülmektedir. Örneğin Arjantin ve

³³ Kutluğın M., Savaş Ökte, a.g.e, s.58

Brezilya borsaları arasındaki korelasyon -0.19'dur. Aslında aynı coğrafi bölgede faaliyet gösteren borsaların fiyat hareketlerinin birbirine paralel olması beklenir. Nitekim, Malezya ile Filipinler borsası arasındaki korelasyon 0.56'dır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın diğer ülkelerin borsalarındaki fiyat hareketleri ile oldukça zayıf gözükmemektedir.

"Baring Securities" tarafından yapılan son araştırmaya göre, yatırımcıların kendi piyasaları dışında yaptıkları net sermaye yatırımları 100 milyar USD'yi bulmaktadır. Bu 1989'da ulaşılan 93 milyar USD'lik en yüksek tutarın da üzerinde bir rakam olmuştur. Howell ve Cozzini'nin yapmış oldukları bir araştırmaya göre deniz aşırı sermaye yatırımlarının büyük bir kısmı Latin Amerika'daki ve Doğu Asya'daki gelişmekte olan piyasalara akmıştır. Bununla birlikte, ilk kez bu piyasalar arasında bu derece hızlı sermaye giriş çıkışları yaşanmıştır. Bu da global konjonktürün etkisiyle serbest kalmış ve kendisine kısa vadede, yüksek getiri bekleyen sıcak paranın özellikle bu imkana sahip gelişmekte olan piyasalar arasında hızlı bir şekilde dolaştığını göstermektedir.

Erunza (1983), gelişmiş piyasalar arasında entegrasyonun ve birbirine bağımlılığın artması sonucunda, gelişmiş piyasalar arasında portföy çeşitlendirmesi yapmanın faydasının azalırken, portföy çeşitlendirmesi amacıyla gelişmekte olan piyasalar yatırım yapılmasının portföy performansının artıracağını göstermiştir. Erunza ve Losa (1985)'e göre gelişmekte olan piyasaların sahip olduğu politik riskin ve kur riskinin, bu ülkelerin sanayileşmiş ülkeler ile karşılaştırıldıklarında, ekonomilerindeki büyüme potansiyelinden kaynaklanan yüksek getiri olasılığı nedeniyle anılan ülkelere yatırımı caydırmadığını göstermiştir. Erunza ve Padmanabhan, gelişmekte olan piyasalara yatırım yapılması ile sağlanan portföy çeşitlendirilmesine gidilmesinin global yatırımcı yararına olacağını göstermiştir. Buna göre, gelişmekte olan piyasalar, gelişmiş ülke yatırımcılarının portföylerinin sadece küçük bir bölümünü oluşturduğundan, bu tip yatırımlar sonucunda karşı karşıya kalınacak kur riski, gelişmekte olan piyasalara yapılacak portföy çeşitlendirmesinden sağlanacak faydalarla karşılaştırıldığında önemsiz kalmaktadır. Medewitz (1991) ve Wilcox (1986) yaptıkları çalışmalarda tespitleri bu görüşü

desteklemektedir. Gelişmekte olan piyasaların global sermaye piyasalarına olan düşük entegrasyon derecesi, bu piyasaları global olarak daha yoğun entegre olmuş gelişmiş sermaye piyasalarına kıyasla, yüksek getiriye ulaşılmada daha uygun hale gelmektedir.

Bununla birlikte, günümüzde gelişmekte olan piyasalar da gitgide gelişmekte ve diğer piyasalara entegre olmaktadır. Ayrıca globalleşen bir dünyada, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin konjonktürden bağımsız olduğunu düşünmek de oldukça güçtür. Her ne kadar, gelişmekte olan piyasaların diğer piyasalardaki fiyat hareketleri ile korelasyonunun düşük veya negatif ise de, önümüzdeki yıllarda dünya ölçeğinde her alanda artan entegrasyonunun ve bağımlılığın, piyasa hareketleri arasındaki korelasyonu yükselteceği ve bunun sonucunda gelişmekte olan piyasalara yatırım yapılarak portföy çeşitlendirilmesi imkanı ortadan kaldıracığı düşünülmektedir.

Salomon Brothers'a göre 1990'lı yılların başında İngiliz yatırımcılar dünyanın en büyük uluslararası yatırımcılardır. 1990 yılı sonu itibariyle %75'i önde gelen kurumsal yatırımcılar (hayat sigortası şirketleri, emekli fonları, açık uçlu yatırım fonları vb) tarafından olmak üzere İngilizlerin yapmış olduğu uluslararası sermaye yatırımları 175 milyar USD' yi bulmuştur. Bu yatırımcıların büyük bir çoğunluğu Kıta Avrupa 'sına, ABD'ye ve Japonya'ya yönelmiştir. İngiltere'nin önde gelen emeklilik fonlarının yabancı sermaye yatırımlarının varlıklarına oranı 1989 yılında %6'dan, 1990 sonunda %18'e çıkmıştır. 1991 yılı sonunda, yabancı emeklilik fonları ve sigorta şirketleri tarafından gelişmekte olan piyasalara yapılan yatırım tutarı 15 milyar USD tutarındadır. Bu, o zaman için tüm gelişmekte olan piyasaların kapitalizasyonunun %3'ne eşittir. Buna rağmen, gelişmekte olan piyasalara yapılan yatırımlar marjinal düzeydedir. Kurumsal yatırımcılar, genel olarak yabancı sermaye yatırımlarının ancak %5'ni gelişmekte olan piyasalara yöneltmektedirler. Bu da toplam varlıkların yaklaşık %0.2'dir. Punam Chuhan'a göre, yabancı kurumsal yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara portföy yatırımlarını artırmalarındaki engeller; ülke riski, yatırım yapılacak şirketler hakkındaki kısıtlı bilgi ve düşük likiditedir.

1990 yılı sonu itibari ile Japon yatırımcıların, yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırımı 51 milyar USD'dir. Japon deniz aşırı yatırımlarının büyük bir bölümü ABD menkul kıymetlerine yönelmiştir.

1990 yılı içerisinde Japon yatırımcılar 6.4 milyar USD tutarında yabancı sermaye piyasası aracı almışlar ve bunun 1.7 milyar USD tutarındaki kısmını geliştirmekte olan piyasalara yöneltmişlerdir. Bu 1990 sonu itibari ile Japon yabancı sermaye yatırım portföyünün %3.4'ü kadardır.

ABD'li yatırımcılar tarafından 1990 yılında yapılan yabancı yatırım tutarı 12 milyar USD tutarındadır. Amerikan emeklilik fonları tarafından, geliştirmekte olan piyasalara yönlendirilen net tutar 3.8 milyar USD civarındadır. Bağımsız bir danışmanlık şirketi tarafından yapılan bir araştırma, Amerikalı kurumsal yatırımcıların geliştirmekte olan piyasalara özellikle Latin Amerika'ya uluslararası yatırımlarının artıracaklarını belirtmektedir. Amerikalı kurumsal yatırımcıların yaklaşık 6.4 trilyon USD tutarında varlıkları göz önünde bulundurulduğunda, geliştirmekte olan piyasalar yönelecek yatırım tutarında ufak bir artış, bu ülkelerin borsalarına ve ekonomilerine önemli etki yapacaktır.

Diğer yandan son yıllarda, geliştirmekte olan ülkelerde yapılan yatırımın geleneksel lideri konumundaki İngiliz ve Japon yatırımcıların yerini Amerikalı yatırımcılar almaktadır. 1985 yılında, Amerikalı yatırımcıların on dört gelişen borsa ülkesinden aldıkları net hisse tutarı 86 milyon USD'den 1992 yılında 5.3 milyar USD tutarına yükselmiş olup, ABD'de Japon ve Avrupa kağıtlarına yatırılan paranın altı katı kadardır.³⁴ Bir kaynağa göre, ABD'li kurumsal yatırımcılar, 1993 yılının ilk çeyreğinde portföylerine 11 milyar USD tutarında gelişen borsa hisse senedi ve 610 milyon USD tutarında da gelişen borsa tahvili ilave etmişlerdir.³⁵ US Securities Industry Association'a göre, geliştirmekte olan borsaları hedefleyen Amerikan yatırım

³⁴ Kutluğan M., Savaş Ökte, a.g.e., s.56

³⁵ a.g.e

fonları, gelişmekte olan sermaye piyasalarından 20 milyar USD civarında sermaye piyasası aracı almışlardır.

Yabancı yatırımcıların toplam net hisse senedi yatırımları 1992'de 0.9 trilyon USD'den, 1993'te 1.28 trilyon USD'ye çıkmıştır. Bunun yaklaşık 1.1 trilyonu gelişmiş piyasalara, 0.2 trilyonluk kısmı ise gelişmekte olan piyasalar yapılan net hisse senedi yatırımlarıdır.

Gelişmekte olan ülkelere 1993'te yapılan net hisse senedi yatırımları bölgeler itibariyle incelendiğinde, en fazla yatırımın 30 milyar USD ile Pasifik Bölgesi'ne yapıldığı görülmektedir.

Amerikalı yatırımcılar 1993 yılında 67.8 milyar USD net yabancı menkul kıymet alımı yapmışlardır. Bunun yaklaşık 13.6 milyar USD'lik kısmı gelişmekte olan piyasalardan alınan menkul kıymetlerdir. Bu sermaye akışından yararlanan Meksika (5.2 milyar USD), Arjantin (2.3 milyar USD) ve Brezilya (1.7 milyar USD) ile diğer Latin Amerika ve Karayip (3.1 milyar USD) ülkeleri olmuştur. Asya'da G.Kore'den 1.3 milyar USD tutarında menkul kıymet alımı yapıldığı, Asya'nın geri kalan ülkelerinde alınan menkul kıymet tutarının 3.4 milyar USD olduğu bildirilmiştir.³⁶

Emeklilik ve yatırım danışmanlık şirketi Greenwich Associates tarafından hazırlanan son bir rapora göre Amerikan kamu emeklilik fonlarının toplam varlıklarının %5.2'si yurt dışı menkul kıymet yatırımlarından oluşmaktadır. Özel emeklilik fonlarının portföyündeki yabancı menkul kıymet oranı 1995'te %5.4 iken, 1996'da %6.4'e yükselmiştir. Bunun yaklaşık %0.5'ni gelişmekte olan piyasalardan alınan menkul kıymetler oluşturmaktadır.³⁷

³⁶ IFC,a.g.e.,s.10

³⁷ a.g.e,s.11

4.3.3 Global Şirketler

Gelişmekte olan ülkelerde, uluslararası yatırımcılar açısından en önemli şirketler, alt yapının oluşturulması faaliyetlerinde bulunan tekel konumuna sahip şirketlerdir. Bu tip şirketler, uluslararası yatırımcılar tarafından diğer şirketlere tercih edilirler. Her türlü ekonomik koşulda belirli bir istikrarı ve karlılığı sağlayan bu tip şirketlerin hisse senetlerine piyasalarda “blue chips” denilmektedir.

“Blue Chips” batı dünyasında risk taşımayan hisse senetlerine verilen addır. Ekonominin genel çöküş anları söz konusu olduğunda “blue chips” olarak adlandırılan çok az sayıda hisse senediyle karşılaşmaktadır. Bunların başlıcaları; ICI, Unilever ve Shell şirketlerinin senetleridir. Günümüzde “blue chips”, firma reklamlarında güven, büyüklük simgesi olarak kullanılmaktadır.

Uluslararası yatırımcılar, bazı gelişmekte olan ülke şirketlerinin hisse senetlerini de “blue chips” olarak değerlendirip, yatırımlarını çoğunlukla bu şirketlere kanallandırmaktadırlar. Hatta bu şirketlerin kredi değerliliğinin, ülkelerinin kredi değerliliğinden daha yüksek olduğu da görülmektedir. Bu şirketler arasında Meksika’dan “Banco Nacional de Comercio Exterior”, “Telmex”, Brezilya’dan “Petrobras”, Tayland’dan “Siam Cement”, G.Kore’den “Samsung” ve “Hyundai”, Malezya’dan ise “Telekom Malaysia” yer almaktadır.

4.4 Özelleştirme ve Gelişmekte Olan Piyasalar

Gelişmekte olan ülkelerde, özelleştirme programlarının bir kısmı borsalar aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Özelleştirmenin borsalar aracılığı ile yapılmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlardan birincisi politik tercihler, ikincisi ise borsaların geliştirilmesi çalışmalarıdır.

Birçok gelişmekte olan ülkede özelleştirme politik bir tercih olarak sınai mülkiyetin tabana yayılması amacını öngörmektedir. Örneğin Şili’de özelleştirilen kamu teşebbüslerinin çalışanların ve küçük tasarruf sahiplerinin özelleştirilen kamu

teşebbüslerinden pay almalarında öncelik tanınmış ve çeşitli teşvikler sağlanmıştır.(kredilendirime, vergi avantajı) Bu şekilde özelleştirme, bir taraftan özelleştirilen şirketlerde çalışanlar ve halk kesimleri arasında rasyonalize edilirken, diğer taraftan da özelleştirilen şirketlerin sermayelerinin çok geniş bir tabana yayılması sağlanmıştır. Örneğin “Banco de Santiago”nun özelleştirilmesi buna bir örnek olarak gösterilmektedir. Nijerya’da özelleştirilen 16 şirket ile ortak sayısı 400.000’e çıkmıştır. Polonya, Çekoslovakya ve Rusya’da da sermayenin küçük tasarruflular arasında yayılmasına yönelik teşvikler gündemdedir. Ancak ne tür teşvikler gündeme gelmiş olursa olsun, küçük yatırımcılar veya çalışanlar için önemli olan bir bedel ödeyerek özelleştirilen kamu teşebbüslerine ait aldıkları hisse senetlerini likit hale getirip getiremeyecekleridir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında, borsaları belli bir gelişmişlik düzeyine erişen ülkeler için böyle bir sorun gündemde olmamakla birlikte, özelleştirme programlarını yoğun bir şekilde uygulamaya sokmayı düşünen ve henüz borsaları hacim olarak veya yasal ve kurumsal düzenleme olarak yeterli düzeyde olmayan Doğu Bloğu ülkeleri Jamaika, Sri Lanka, Nijerya vb ülkeler özelleştirme ve borsayı geliştirme programlarını birlikte düşünmek durumundadırlar. Bu anlamda, özelleştirme programlarının geliştirmekte olan borsalar için en önemli faydası, gerekli çağdaş ve uluslararası standartta kurumsal ve yasal düzenlemelerin uygulamaya konulmasıdır. Sri Lanka ve Jamaika bu açıdan bir örnek teşkil etmektedir.

Özelleştirme programları sonucunda küçük tasarruflulara satılan çok sayıda hisse senedi, örgütsel düzenlemelerin de etkisiyle borsalara girmeye başlamış, işlem hacimlerini artırırken, piyasa kapitalizasyonlarını da yükseltmiştir. Örneğin Jamaika’da yapılan üç özelleştirme sonucunda piyasa kapitalizasyonu %20 oranında artarken, bu tutar borsaya kote şirketlerin ihraç ettikleri hisse senedi miktarının %87’e ulaşmıştır.

Özelleştirme programları ile birlikte çeşitli kurumsal ve yasal düzenlemelerin yapılması ve piyasada, işlem hacimlerinin artması, uluslararası kurumsal portföy yatırımcılarının piyasalarda yatırım yapması için gerekli altyapıyı hazırlamıştır.

Dikkat edilirse gelişmekte olan ÷lkelerde, genel olarak özelleştirmede öncelik, telekomünikasyon, enerji, hammadde ve finans sektörlerinde tekel konumunda olan ve karlı şirketlere verilmektedir. Bu şirketler, uluslararası yatırımcılar arasında her zaman talep edilmektedir. Özelleştirmelerin borsalar aracılığıyla veya doğrudan çalışanlara yapıldığı durumlarda, uluslararası kurumsal portföy yatırımcıları için söz konusu şirketlere ait hisse senetlerini borsadan almaktan başka bir seçenek de kalmamaktadır. Yabancı yatırımcıların ilgisi bir yandan özelleştirme programlarını olumlu etkilerken, diğeryandan borsaların büyümesine yol açmakta ve gelişmekte olan piyasaları global piyasalara entegre ederek, bu piyasaların daha da hızlı büyümesine yardımcı olmaktadır.

Ekonomik liberalleşme, hem devlete ait kamu kuruluşlarının özelleştirilebilmesi, hem de sermaye piyasalarının geliştirilebilmesi için gereklidir. Gelişen borsalara sahip birçok gelişmekte olan ÷lkede özelleştirme belki de sermaye piyasalarının geliştirilmesinde en iyi ve tek çıkar yol olarak düşün÷lmektedir. şili, Meksika ve Jamaika örnekleri, özelleştirmenin, sermaye piyasalarına doğrudan ve olumlu katkıda bulunabileceğini göstermektedir. Ekonomide liberalleşme sağlandıktan sonra, sermaye piyasaları Endonezya, Tayland ve Hindistan örneklerinde olduğu gibi, özelleştirme olmaksızın da büyüebilmektedir. şili’de gözlenen özelleştirme hem ekonomik kalkınmayı, hem de sermaye piyasalarının gelişmesini birlikte sağlamıştır.

4.5 Teknolojik Değışmeler

Teknolojik gelişmeler de, gelişmekte olan borsalardaki aktivitenin artmasının nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir.

Teknolojik gelişme bir borsa için öncelikle tahta sisteminin bırakılıp, ekran sistemine geçilmesini ifade etmektedir. Otomasyonun ileri aşamalarda ÷lke çapında bir iletişim ağı kurulması bunun da ötesinde dünya piyasaları ile entegrasyon gelmektedir.

Piyasaların otomasyona geçmesi, bir yandan işlemlerin çabuklaştırılmasını, diğer yandan borsaya duyulan güvenin artmasını sağlamaktadır. Ayrıca otomasyon piyasalar arasındaki bilgi akışının da hızlanmasını sağlamaktadır. Yabancı yatırımcılar daha çok bilgi sağlayabildiklerinden, böyle piyasalara daha çok ilgi göstermektedirler.

Dünya piyasaları ile yakınlaşmak ve uluslararası portföy yatırımlarını kendi piyasalarına çekmek isteyen ülkeler, teknolojik gelişmelerin gerisinde kalamazlar. Bazı yazarlar gelişmekte olan piyasalar daha önce yatırım yapılmamasının önemli sebeplerinden birinin, bu piyasalarda teknolojik altyapının yetersiz olduğuna bağlamaktadırlar.

Ancak şu ana kadar teknolojik gelişme ile borsaların gelişme süreci arasındaki sebep-sonuç ilişkisinin çözülmesine yönelik kantitatif bir araştırma yapılmamıştır. Ancak, temel ekonomik göstergelerin olumlu olmadığı, hukuksal altyapının yetersiz olduğu bir piyasada teknolojik gelişmenin ancak sınırlı sayıda bir yatırımcı kitlesini çekebileceği düşünülmektedir. Bunun aksine temel ekonomik göstergelerin olumlu olduğu, kurumsal ve hukuksal altyapının yeterli düzeye erişmiş olduğu bir piyasada otomasyona geçilmesinin, çok sayıda yabancı yatırımcıyı bu piyasalara çekeceği ve işlem hacmini yükselteceği düşünülmektedir.

Birçok gelişmekte olan borsa kurulurken veya tahta sistemini terk ederken, borsada işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için dünyanın en gelişmiş teknolojilerini tercih etmişlerdir. Otomasyon konusundaki çalışmaları ile gelişen borsalara örnek oluşturan ülkeler arasında Brezilya (SENN), Hindistan (OTCEI), Macaristan ve son olarak da Türkiye (ELİT) yer almaktadır. Gelişmekte olan borsaların ülke bazındaki otomasyon çalışmalarının yanında, bölgesel entegrasyon çabalarına BELA (Bolsa Electrónica Latino Americana) Planı örnek gösterilmektedir.

5. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

5.1 Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Gelişimi

Yabancı Sermaye Derneği Genel Sekreteri Ayşe Semiha Baban’ın Türkiye’deki yabancı sermayenin gelişim sürecini incelediği makalesi aşağıda yazılmıştır.³⁸

“Türkiye özellikle 1950 yılından sonra sanayileşme ve hızlı kalkınma çabası içine giren ve bu çabalar sonucu 1950’den sonraki dönemde OECD ülkeleri içerisinde en yüksek kalkınma hızına ulaşan bir ülkedir. Bu gelişmeye rağmen Türkiye, hedeflediği kalkınma hızına, gelişmişliğe ve sanayileşme hızına ulaşamamıştır. Bunun başlıca iki nedeni olarak karşımıza sermaye ve teknoloji birikiminin yetersizliği çıkmaktadır. Bu iki ana unsurdan dolayı yatırımlar istenilen düzeyde gerçekleşmemekte, özellikle de istihdam yatırımlarının gelişmemesinden çok etkilenmektedir. Bu durumda yabancı sermaye akılcı bir biçimde değerlendirilmek kaydıyla kullanılması gereken zorunlu bir kaynak olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü sınırlarımız dışındaki ülkeler yatırılabilir bir kısım sermayelerini, teknolojilerini kendi ülke sınırları dışına ihraç etmek için uygun pazar aramaktadırlar. Gerek siyasi ve ekonomik, gerekse sosyal açıdan uygun bir ortam buldukları takdirde, yatırıma yönelmektedirler.

Yabancı sermayeye sadece geri kalmış veya kalkınma halindeki ülkelerin ihtiyaç duyduğu görüşü yanlıştır. Yabancı sermayeye hemen hemen her ülke ihtiyaç

³⁸ TMMOB, Makine Mühendisleri Odası, 1987 Sanayi Kongresi Bildirileri, 9-15 Kasım 1987 Ankara

duymaktadır. Kalkınma ve hatta sanayi ötesi düzeye erişmiş ülkelerin de yabancı sermayeye kapılarını açtıkları görülmektedir. Bu ülkeler de yabancı sermayeyi kalkınmalarının ve gelişmelerinin bir kaynağı olarak kullanmaktadırlar. Hatta yabancı sermaye daha ziyade kalkınmış ülkeler arasında dolaşmakta ve kalkınmakta olan ülkeler yatırılmış olan yabancı sermaye tutarı bakımından ikinci planda kalmaktadır.

Yabancı sermayeye duyulan ihtiyaç 1950'lerden sonra gelen hızlı ekonomik gelişmeyle belirginleşmiştir. Türkiye'de yabancı sermaye ilişkileri Osmanlı İmparatorluğu zamanında başlamış ancak Türk ekonomisinde yabancı sermayenin gerekli bir kaynak olarak kabulünde 1950 sonrası takip edilen ekonomik politika tercihlerinin ağırlık taşıdığı görülmektedir. Bu yüzden yabancı sermayenin ülkemizde 30 yıllık bir geçmişi olduğu görülmektedir. Ancak, bu 30 yıllık uygulama döneminin arkasında 100 yıllık bir tecrübe dönemi yer almakta ve Türkiye'nin yabancı sermaye politikasını büyük ölçüde etkilemektedir.

Osmanlı İmparatorluğunun gerileme devrinde Avrupa ülkelerinin devletin ekonomi politikaları üzerindeki kontrolü kademeli olarak artmış ve on dokuzuncu yüzyılın sonlarından itibaren Osmanlı maliyesi tamamen yabancı ülkelerin denetimi altına girmiştir. Bilindiği gibi bu sürecin başlangıcı 1838 Ticaret Antlaşmasına dayanmaktadır. Bu antlaşmanın getirdiği ağır şartlar Osmanlı Devleti'nin dış borçlanma yoluna başvurmak zorunda bırakmış ve hızla gelişmekte olan Batı Avrupa ekonomilerinde biriken fonlar da bu borçların kaynağını oluşturmuştur. Balkan ve 1.Dünya savaşları sonunda yıkılan Osmanlı Devleti'nin enkazı üzerine kurulan genç cumhuriyetin yönetici kadroları için mali ve ekonomik bağımsızlık en az siyasal bağımsızlık kadar önemlidir. Çöküş sürecindeki imparatorluğun aynı zamanda bağımsız bir dış ticaret politikası izleyebilme imkanından yoksun açık bir pazar konumunda kalmış olması Cumhuriyetin ilk dönemlerinde uygulanan sanayileşme politikalarını büyük ölçüde etkilemiştir. Bu politikalarda ülkede temel ihtiyaç maddelerinin üretimi ve alt yapı yatırımlarında kendine yeterlilik ilkesi esas alınmıştır. Böyle bir politikanın uygulanabilmesinin ön şartı olarak bağımsız bir dış ticaret politikası ön görülmüştür. Nitekim, 1920'li yılların sonunda Lozan

Antlaşması'nın Türkiye'nin gümrük vergisi koyabilme hakkını kısıtlayan hükümlerini yürürlükten kalkar kalkmaz yükselen gümrük duvarları önemsiz ve kısa süren bazı değişiklikler hesaba katılmadığı takdirde elli yıl kadar sürecek bir dış ticaret politikasının göstergesini oluşturmuştu. 1950'li yılların başına kadar bu sanayileşme ve dış ticaret politikaları denk bütçe ve dış borçlardan kaçınma hedeflerini içeren maliye politikalarıyla desteklenmiş ve daha sonraki yıllarda bu hedeflerden küçük ve önemsiz sapmalar dahi şüphe ve tedirginliğe yol açmıştır.

Ancak hemen belirtmek gerekir ki Cumhuriyetin ilk yıllarında yabancı sermayeye karşı katı bir olumsuz tavır söz konusu olmamıştır. Erzurum Kongresi sırasında kongre kararlarının yedinci maddesinde “herhangi bir devletin fenni, sınai, iktisadi yardımını memnuniyetle karşılırsınız” hükmü yer almıştır. İzmir İktisat Kongresi'nin açış konuşmasında Atatürk “Ekonomi alanında düşünür ve konuşurken zannolunmasın ki yabancı sermayeye karşıyız. Bizim memleketimiz geniştir. Çok emek ve sermayeye ihtiyacımız vardır. Yabancı sermaye bizim emeğimize katkıda bulunsun ve bizimle onlar için yararlı sonuçlar versin” diyerek yabancı sermayeye yaklaşımını açıklamıştır.

Teorik olarak korumacılığa ağırlık veren bir dış ticaret rejimi altında dahi yabancı sermaye yatırımlarına yönelik liberal bir politika izlemek mümkündür. Nitekim gelişmekte olan ülkelerin tarihinde bunun çok örneklerine rastlanmaktadır. Ancak ekonomik bağımsızlık hedefinin titizlikle izlendiği bu dönemde Osmanlı borçlarının ödenebilmesi amacıyla verilmiş olan işletme imtiyazları iptal edilmiş ve Türkiye’de yabancıların denetimindeki işletmelerin sayısı daha da azalmıştır.

1930 yılında çıkarılan Türk Parasının Değerini Koruma Hakkındaki 1567 sayılı Kanun ise daha sonraki yıllarda kararnamelerle desteklenerek yabancı sermayeli şirketlerin çalışmasını güçleştiren ve yeni yatırımcıları gücendiren bir mevzuat bloğu oluşturmuştur.

İkinci Dünya Savaşı'nın zor koşullarında devletin ekonomiye artan müdahalesi piyasa mekanizmasını doğal işleyişinden büyük ölçüde uzaklaştırmıştır. Savaş

sonrası dönemde ise Türk ekonomisinin yeniden yapılaşması bir zorunluluk olarak ortaya çıkmış ve 1930'lu yılların başından itibaren az gelişmişlik çemberini kırmak amacıyla uygulamaya konan devletçilik programının tarihi misyonunu tamamladığı görüşü yaygın biçimde kabul edilmiştir.

Demokrat Parti döneminde yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesi için önemli yasal düzenlemeler yapılmıştır. Bunların ilki 8 Eylül 1951 tarihini taşıyan 5821 sayılı "Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu"dur. Bu kanunla sanayi, enerji, madencilik, bayındırlık, ulaştırma ve turizm sektörleri yabancı sermayeye açılmıştır. Yasa ile, yabancı sermayeli şirketlere toplam karlarının %10'unu transfer hakkı tanınmıştır. Ancak, bu yasa,beklenen sonuçları vermemiş, yaklaşık iki senelik dönemde sadece 42 müracaat olmuş, bunların da ancak 10'u kabul edilmiştir.

5821 sayılı yasanın beklenen sonuçları vermemesi üzerine yeni bir yasa tasarısı hazırlanmış ve bu tasarı 1954 yılı başlarında kabul edilmiştir. 29 Ocak 1954 tarihinde yürürlüğe giren 6224 sayılı yeni "Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu", tarım ve ticaret sektörlerini de yabancı sermayeye açmış ve yabancı sermayeyi "memleketin iktisadi inkişafına yararlı olması, Türk hususi teşebbüslerine açık bulunan bir faaliyet sahasında çalışması ve inhisar ve hususi bir imtiyaz ifade etmemesi" koşullarıyla her alanda çalışmakta özgür bırakmıştır. 6326 sayılı Petrol Kanunu kapsamı dışındaki bütün yabancı sermaye yatırımlarını içine alan bu kanun bugün de bu tür yatırımların yasal temelini oluşturmaktadır.

Kanuna göre yatırım izni alan yatırımcının yararlanabileceği haklar şöyle sıralanmaktadır:

1. Kar transferi ve kuruluşun tasfiyesi halinde satış hasılatının transferi
2. Yurt dışından alınan onaylanmış borçların ana para ödemelerinin ve faiz ödemelerinin transferi
3. Karların sermayeye dönüştürülmesi
4. Yabancı personel istihdam edilebilmesi ve onaylanmış yabancı işçilerin kazançlarının transferi
5. Yerli yatırımcılarla eşit muamele görme

Görünüşte 6224 sayılı Kanun yabancı yatırımcılara karşı çok olumlu bir tavır sergilenmektedir. Ancak özellikle yabancı yatırımcıların onaylanmasıyla ilgili ön şartlar konusunda kanun koyucunun çok genel bir ifade kullanılmış olması pratikte başvuruları yoruma açık hale gelmiştir. Bunun sonucu olarak yabancı yatırımcıların birçok başvurusu ya çok uzun süren ve karmaşık bir onaylama sürecinde terk edilmiş ya da reddedilmiştir.

Yukarıda sözü edilen 1567 sayılı Kanuna ek olarak 1958 yılında çıkarılan 17 sayılı Kararname de, yabancı yatırımcılar için kısıtlayıcı nitelikte önemli bazı hükümler taşımaktadır. Bunların başlıcaları şöyle sıralanmaktadır:

1. İlke olarak yabancı sermayeli kuruluşun sermayesini artırma hakkı yoktur. Bu kısıtlama bazı hallerde kuruluşun kayıtlı sermayesi ile varlıklarının rayiç değeri arasında büyük farkların ortaya çıkmasına yol açmıştır.
2. Yabancı sermayeli kuruluşun kredi alabilmesi katı kurallarla sınırlandırılmıştır. Bu sınır üretime yönelik kuruluşlar için öz varlıklarının yüzde ellisini aşmaz.
3. Yabancı sermayenin elde edeceği ticari kazançlar yurt dışına transfer edilemez. Aynı hüküm kuruluşun tasfiyesi halinde elde edilen meblağlar için de geçerlidir. Bu meblağlar Merkez Bankası'nda bloke edilir ve ancak belirli şartlarda Türkiye içindeki harcamalar için kullanılabilir.

6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu, 1567 sayılı Türk Parasının Değerini Koruma Hakkındaki Kanun ve bununla ilgili 17 sayılı Kararname 1954-1980 yılları arasında Türkiye'de yabancı sermayeyle ilgili uygulamaların yasal çerçevesini oluşturmuştur.

Bu yasal çerçeve taşıdığı kısıtlayıcı unsurların ağırlığından ötürü Türkiye'deki yabancı sermaye uygulamaların önünde önemli bir engel olarak durmuş ve söz konusu dönemde devlet ile yabancı sermayeli şirketler arasındaki ilişkiler rahatsız bir konumda süre gelmiştir. 1980'li yıllarda yabancı sermayeyle ilgili politikaları

daha sağlıklı bir biçimde değerlendirebilmek için 1954-1980 yılları arasındaki dönemi ana hatlarıyla incelemek daha yararlı olacaktır.

Bilindiği üzere ekonomi politikaları açısından bu dönemin en belirgin özellikleri Demokrat Parti iktidarı döneminde (1950-1960) daha önceki dönemlere oranla özel sektör yatırımlarına daha fazla ağırlık verilmesi ve 1963 yılında planlı döneme geçilmesinden itibaren ithal ikamesi politikasının bir gelişme stratejisi olarak benimsenmesidir. Yine bu dönemde Türkiye, hızlı bir biçimde büyüyerek sanayileşme yolunda önemli adımlar atmıştır.

Programı itibariyle Demokrat Parti özel girişimciliğe ağırlık veren bir açık ekonomi kavramını benimsemiş olmasına rağmen, 1950'li yılların ortasından başlayarak korumacılığa yönelmek zorunda kalmıştır. Bunun sebebi de söz konusu dönemde Türk ekonomisinin ihracat potansiyelinin ithalatı finanse edebilmek açısından çok sınırlı olmasıdır. Daha sonraki planlı dönemde ithal ikamesi politikası benimsenirken bu olgu göz önünde tutulmuştur. Ancak ithal ikamesi politikası sonucunda üretilen sanayi malları dünya ekonomisinde rekabet edebilecek nitelikte olmadığından Türk ekonomisi gelişme finansmanındaki döviz darboğazı sorunu çözememiş ve 1958 yılında olduğu gibi 1977 yılında da büyük bir ödemeler dengesi bunalımına düşmüştür.

1950-1977 yılları arasında Türk ekonomisi yılda ortalama yüzde 7 oranında büyümüştür. Ancak bu büyüme süreci Türkiye'ye iki açıdan aşırı maliyetler yüklemiştir. Bunlardan ilki Türk ekonomisinin gittikçe artan ve zamanla ezici bir nitelik kazanan bir borç yükü altına girmesi olmuştur. İkinci olarak uluslararası alanda rekabet gücüne ulaşamayan bir sanayi sektörü yaratılmıştır. Bu sektör büyük ölçüde ithal girdilerine bağımlı olmuş ancak ne kendi üretimi için gerekli olan ithal girdilerini ne de Türkiye'nin uluslararası borçlarını finanse edecek ihraç malları bazını yaratmayı başaramamıştır.

Söz konusu dönemi kapsayan çalışmalara göre yabancı sermayeli şirketlerin Türkiye’de yatırım yapmak istemelerinin başlıca sebepleri önem derecesine göre aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir:

1. Türk ekonomisinin hızla büyüyeceği ve yabancı sermayeli şirketlerin ürettiği mallara olan talebin artacağı beklentisi,
2. Türk piyasası için yapılan üretimle ilgili yüksek getiri oranı beklentisi,
3. Artan ithal kısıtlamalarından ötürü yabancı şirketlerin Türkiye’ye yaptıkları ihracatın tehlikeye gireceği düşüncesiyle piyasa paylarını korumak amacıyla Türkiye’de yatırım yapmayı tercih etmeleri

1970’li yıllarda devlet-yabancı sermaye ilişkilerinde başlıca dört kuruluş rol oynamıştır. Bunlar Maliye Bakanlığı, Ticaret Bakanlığı, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı ve Devlet Planlama Teşkilatıdır. Yabancı sermaye ile ilgili konularda bu kuruluşlar her zaman aynı görüşü paylaşmamışlar ve 1950’li yılların ortalarından 1970’lerin sonlarına kadar yabancı sermayeli şirketler ile devlet arasındaki ilişkiler her iki taraf için devamlı bir huzursuzluk vesilesi olmuştur.

Ekonomi politikalarının uygulayıcıları açısından ekonomik gelişmenin hedefi, Türk ekonomisini azami ölçüde kendine yeter duruma getirecek bir sanayileşme düzeyi olarak görülmüş ve bu stratejinin gerçekleşmesi için yabancı sermayeye ancak çok az bir rol tanınmıştır. Yabancı sermayeli şirketlerin Türkiye’nin ekonomik gelişme stratejisinde önemli bir rol oynamasını, Türk ekonomisinin dışa bağımlılığının artması ile eş anlamlı tutan hakim görüş, ekonomik gelişmenin hedefi otarşi olduğuna göre, böyle bir duruma izin verilmemesi yolunu seçmiştir. Ancak sanayileşme sürecinin tam anlamıyla gerçekleşebilmesi için gerekli teknolojinin bazı durumlarda ancak yabancı sermaye kanalıyla gelebileceği gerçeği yabancı sermaye zorunluluğunu beraberinde getirmiştir. Bu bakımdan sıkı bir denetim altında bulundurulmak şartıyla yabancı sermayeli şirketlere bir ölçüde kapılar açılmıştır.

Özellikle 1954-1980 yılları arasındaki dönemin sonlarına doğru mevcut yabancı sermayeli şirketlerin devletle olan ilişkileriyle ilgili şikayetleri yoğunlaşmıştır. Bunların başlıcaları şunlardır:

1. Yabancı sermayeli şirketlerin kuruluş taleplerinin yetkili mercilerce onaylanması bir yıla yakın bir süre gerektirmektedir. Ayrıca yabancı sermayeli şirket projesinin onaylanmasıyla üretimin başlangıcı arasında ortalama iki yıl geçmektedir. Yatırım dönemi gereksiz yere uzatması bakımından bu gecikmeler şikayet konusu olmuştur.
2. Yabancı sermayeli şirketler yabancı sermaye paylarının azaltılması konusunda devlet tarafından bazen baskıya maruz kalmışlardır. Bu baskı özellikle şirketlerdeki yabancı sermaye payının %50'den fazla olduğu durumlarda söz konusu olmuştur. Genellikle yetkililer kapasite artırım taleplerinin onaylanması için pay yüzdesinin azaltılmasını şart koşmuş ve bu indirimin nasıl yapılacağını belirlemek istemişlerdir.
3. Yabancı sermayeli şirketler 6224 sayılı Kanunun ruhuna aykırı olarak yetkililer tarafından faaliyet alanlarının kısıtlanması yönünde zorlanmışlar ve Merkez Bankası'ndaki transfer edilebilir karları bloke edilmiştir.
4. Maliye Bakanlığı müfettişleri yabancı sermayeli şirketlerin bilançolarındaki sabit aktiflerin net değerini ödenmiş sermaye ile karşılaştırarak, aktiflerin değerinin daha yüksek olması durumunda, aradaki farkı yetkiyi aşan bir yatırım olarak değerlendirilmiş, bu durumlarda yabancı ortağın bu farka tekabül eden transfer edilebilir karı Maliye Bakanlığı tarafından Merkez Bankası'nda bloke edilmiştir.
5. Özellikle montaj sanayii kapsamına giren ve özel bir statüye tabi olan yabancı sermayeli şirketler yerli girdilerin artırılması konusunda Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından çelişkili taleplerle karşı karşıya bırakılmışlardır.

1970’li yılların sonuna doğru daha sık duyulmaya başlanan bu şikayetler, Türkiye’deki yabancı sermaye uygulamasının tam anlamıyla bir tıkanma noktasına geldiğini göstermiştir. Yabancı sermayenin ülke ekonomisinin büyüme sürecinde oynayabileceği rolü göz ardı ederek bu şirketlere direnişini sürdüren bürokrasi ve döviz dar boğazını aşmayı başaramayan ithal ikamesi politikası bu tıkanıklığın yaratılmasında başlıca rolü oynamıştır.

Türkiye’nin müzminleşen ödemeler dengesi bunalımlarına çözüm getirebilmek için ihraç malları bazının yaratılması gerekmiştir. Bu yapılmamıştır; ancak bunun sorumlusu yabancı sermayeli şirketler değildir. Bu şirketler geçerli ekonomik şartlarda tamamen yerli sermayeyle kurulmuş şirketlerden daha farklı bir biçimde davranmamıştır. Bu şartlar ise Türkiye’deki siyasal iktidarların sanayileşme, dış ticaret, borçlanma ve yabancı sermaye politikalarıyla belirlenmiştir. 1954-1980 yılları arası döneminin genelinde uygulanan sektörler arasında fark gözetmeksizin ithal ikamesine dayalı sanayileşme politikalarında, kaynak tahsisinde etkinlik ilkesi önemsenmemiş, dış ticaret rejimi korumacılığa yönelik bir biçimde uygulanmış ve bunun sonucunda dış rekabetten korkusu olmayan bir sanayi sektörü ortaya çıkmıştır. Bu durumda imalat sanayiinde maliyetler ve rantlar daha da yükselmiştir. Enflasyonist para politikalarıyla iç talep canlandırıldığından ihracat hiç bir zaman imalat sanayi için cazip bir alternatif olmamıştır. Türk parasının gerçek değerinin üstünde tutulması ihracatı daha da azaltmıştır.

Yabancı sermayeli şirketler ise devamlı olarak transfer edilebilir karlarının Merkez Bankasında bloke edileceği korkusuyla yaşamışlar, bu ortamda da ana firma ile Türkiye’deki temsilci arasında üretim teknolojisi açısından karşılıklı bir bütünleşme söz konusu olmamıştır. Örneğin Türkiye’deki yabancı sermayeli şirketlerin ana firma ile bağımlı olarak belirli parçaların üretilmesi yönünde ihtisaslaşmaya özendirilmesi bir ölçüde Türkiye’deki döviz darboğazının giderilmesine yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Öte yandan yabancı sermayeli firmalar bu dönemde hiç bir zaman uluslararası piyasalardan kredi almak için teşvik edilmemişlerdir. Türkiye’deki sermaye piyasası

zaten gelişmemiş olduğu için bu durum yabancı sermayeli firmaları ticari banka sistemine başvurmak zorunda bırakmış, bu da Türkiye'nin kıt kaynakları üzerindeki baskıyı daha da artırmıştır.

1970'li yıllar boyunca dış borçlanma ve işçi dövizlerine başvurmak suretiyle yürütülen ithal ikamesi politikası bu kaynakların kuruması ve gerekli ihraç malları bazının yaratılmamasından ötürü 1978 yılında yürütülemez duruma gelmiş ve 24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye'de uygulanan ekonomik politikaların kapsamlı bir biçimde değiştirilmesi yoluna gidilmiştir.

Türkiye'de 1954-1980 dönemindeki yabancı sermaye uygulaması ile ilgili karşılaştırma yapılacaksa şunlar söylenilebilir: 1980 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de sayıları 100 civarında olan yabancı iştirakli kuruluşa karşılık Yunanistan'da yatırım yapan yabancı firma sayısı yaklaşık 1000'dir. Türkiye'ye 25 yılda gelen yabancı sermaye tutarı Yunanistan'a bir yılda gelen yabancı sermayeye eşittir. 1953-1979 döneminde bu ülkeye fiilen ithal edilen yabancı sermaye 1.5 milyar dolardır. “

5.1.1 24 Ocak Kararları Kapsamında Yabancı Sermaye

24 Ocak 1980 tarihinde yayınlanan 8/168 sayılı Çerçeve Kararname ile 6224 sayılı Kanunun uygulanmasına ilişkin bazı önemli değişiklikler yapılmıştır. Bunların en önemlisi Devlet Planlama Teşkilatı kapsamında bir Yabancı Sermaye Başkanlığı kurulmasıdır. Böylece daha önceki dönemlerde yabancı sermaye ile ilgili yetkiler Ticaret, Sanayi ve Teknoloji ve Maliye Bakanlığı ile Devlet Planlama Teşkilatı arasında dağılmışken artık yetkiler sadece bir mercide toplanmıştır. Yabancı Sermaye Başkanlığı'nın başlıca görevleri aşağıda belirtilmiştir:

- 1- Yabancı yatırımcıların yatırım imkanları bulmasına ve bu imkanları değerlendirilmesine yardımcı olmak
- 2- Yatırım müracaatlarını incelemek, izin ve teşviklerin verilmesini sağlamak,
- 3- Yabancı yatırım projelerinin uygulanmasını denetlemek.

Bu organizasyon değişikliğinin etkisi hemen görülmüştür. Daha  nceki yıllarda bazen değerlendirilmesi yıllarca süren yatırım müracaatları Yabancı Sermaye Başkanlığı tarafından iki ila dört hafta arasında sonuçlandırılmaya başlamıştır. İdari işlemleri basitleştiren ve hızlandıran tek yetkili merci ilkesi yanında  er eve Kararname yabancı yatırımlarla ilgili uygulama esaslarına açıklık getirirken 6224 sayılı Kanunun bir h k m  olan yerli ve yabancı sermayeye eşit muamele ilkesini de yeniden vurgulamıştır.

İdari işlemleri basitleştirmek ve hızlandırmaktan başka  er eve Kararname yabancı yatırımlarla ilgili şartları da belirlemiştir. Artık yabancı sermaye yerli firmalara açık olan her alanda kullanılabilmektedir.

Yabancı Sermaye Başkanlığı bu aşamada, şu sınırlamalar dışında, kendi yetkisi dahilinde yabancı sermaye katılımlarını onaylama yetkisine sahiptir:

- 1- Sabit sermaye hacmi \$ 50 milyonu geçmeyen yatırımlarda
- 2- Yabancı sermaye katılımının %49'u geçmediği fakat %10'dan az olmadığı durumlarda,

Bu şartları taşımayan yabancı yatırımların Bakanlar Kurulu tarafından onaylanması gerekmektedir. Pratik olarak bu genelde \$ 50 milyonu geçen ve yabancı katılım oranı %49'dan fazla olan yatırımların onaylanması için daha uzun işlemlerin gerekmesi demektir.

8/168 sayılı kararnamenin diğer bir özelliği, yatırım iznine bağlı olan ihracat yükümlülükleridir. Daha  nceki uygulamadan farklı olarak ihracat y k ml l kleri  er eve Kararnamede kesin olarak belirtilmiştir.

Bu uygulamanın yerleşmesini izleyen dönemde, 12.02.1986 tarihinde yürürlüğe giren 86/10353 sayılı yeni Yabancı Sermaye  er eve Kararnamesi  er evesinde, Türkiye'de yapılacak yabancı sermaye yatırımları ile yabancı kuruluşların Türkiye'de şube ve irtibat büroları a maları, Türkiye'deki özel sektör

kuruluşlarının yabancı personel istihdamı kamu ve özel kuruluşların lisans ve teknik yardım anlaşmaları, yabancı sermayeli kuruluşların uzun ve orta vadeli dış yatırım kredisi talepleri gibi konulardaki müracaatlar, D.P.T. Yabancı Sermaye Başkanlığı'nca sonuçlandırılması koşulları açıkça belirlenmiştir. Bu kararname Yabancı Sermaye Başkanlığı'nın yetki sınırlarını da genişleterek, yabancı ortak payı 50 milyar doları geçmeyen projelerini doğrudan onaylama yetkisini vermiştir. Yatırım ve ihracat teşviklerinin ayrılması sonucu olarak ihracat yükümlülüklerine ilişkin hükümler de teşvik mevzuatı paralelinde değişmiştir.

6224 sayılı kanunla ilişkili olarak çıkarılan 29.05.1980 tarih ve 8/911 sayılı Kararname ise garantisiz ticari borçları kapsamaktadır. Bu kararnameye göre bir firmanın kendisine veya başka firmalara ait Türk parasına tahvil edilmiş alacaklar kararnamede belirtilen amaçlar için hemen kullanılabilecektir. Bu fonların sermaye artırımını, genişleme ve yeni yatırımlara için kullanılması Yabancı Sermaye Başkanlığı'nın sorumluluğundadır. Kararnamenin yürürlükte kaldığı sürede yaklaşık \$ 1.2 milyar tutarındaki borcun büyük bir bölümü sermaye yatırımı veya ihracata yönelik firmalara kredi olarak kullanılmıştır. 1982 yılı ortası itibariyle kalan miktar Merkez Bankası tarafından yaklaşık \$ 300 milyon olarak tahmin edilmektedir. Türkiye'nin borçlu bir ülke olması yabancı firmaların Türk ekonomisine olan güvenini sarsmıştır. Borçların tasfiyesiyle yabancı sermaye için daha elverişli bir ortam yaratılmıştır.

Türkiye'de yatırımları özendirmek için temelde vergi muafiyetine indirgenebilecek bazı önlemler öngörülmüştür. 24 Ocak kararıyla ekonomik politikaların hedefinin değişmesiyle birlikte ek parasal teşviklerle araçların kapsamı genişletilmiştir. 6224 sayılı Kanunda öngörülen yerli ve yabancı yatırımcılara eşit muamele ilkesi ile tutarlı olarak yabancı yatırımcılar ilke olarak yatırım teşviklerinden yararlanabilmektedir.

Yabancı sermayeli şirketlerin faaliyette bulunduğu ortamı yakından etkilemesi açısından 24 Ocak kararlarından sonra Türkiye'nin dış ticaret rejiminde önemli

değişiklikler yapılmıştır. 1981 yılında kota sisteminin kaldırılmasıyla ithalat kısıtlamaları önemli ölçüde hafiflemiştir.

Artık ithalat rejimi iki liberasyon listesi kapsamında ele alınmaya başlanmıştır. Birinci Liberasyon Listesi'nde yer alan mallar Türkiye'de üretilmeyen mallar olup miktar kısıtlamalarına tabi tutulmamış ve ithalat lisansları otomatik olarak verilmiştir.

Yurt içinde üretilen mallar İkinci Liberasyon Listesi'nde yer almaktadır. Bu malların ithali için gerekli izinler sorumlu bakanlığın özel onayı alındıktan sonra verilmektedir. Bunun için ithalatı söz konusu olan malın Türkiye'de yeterli miktar veya nitelikte üretilmediğinin kanıtlanması gerekmektedir. İkinci listedeki mallarla ilgili izinler genellikle üç ila beş haftada alınabilmektedir.

1970'li yıllardaki döviz darboğazları aşılmış olduğu için birinci liberasyon listesine alınan malların sayısı büyük ölçüde artmıştır. Birinci veya ikinci listelerde yer almayan malların ithali yasaktır. Bunların kullanılmış mal ve makineler gibi ancak özel izinle ithal edilmektedir. Ancak acil ithal kategorisine giren mallar, yani yedek parça veya normal faaliyetler için gerekli mallar, onay veya bekleme süresi olmaksızın ithal edilmektedir. İthal izinleriyle ilgili gerekçelerden bağımsız olarak genel kural ithal malların fiyatlarının sorumlu bakanlıkta kayıtlı olması ve bu bakanlığın denetiminde olmasıdır.

Mevzuatta yapılan kapsamlı değişiklikler etkisini kısa sürede göstermiştir. 1970'li yılların sonlarında Türkiye'deki faaliyetlerini kısıtlamayı veya tamamen durdurmayı düşünen yabancı yatırımcılar karar değiştirmekte kalmamış, Türkiye'de yatırım yapmak isteyen yabancılara hızla bir artış olmuştur.

1980 yılı sonrası yabancı sermaye girişlerinde belirgin bir artışın yanında yabancı ortaklı yatırımlardaki yabancı ortak payının da artarak ortalama %50 seviyelerine gelmiştir. Ancak, elli yılı aşan bir süredir diğer ülkelerle çok sınırlı ekonomik ilişkiler sürdürmüş olan Türkiye için 24 Ocak Kararları ve bu kararları izleyen

mevzuat değişiklikleri ne kadar önemli bir değişiklik olursa olsun diğer ölkelerin günümüzdeki yabancı sermaye uygulamalarıyla karşılaştırıldığında o kadar önemli gözükmemektedir. Çünkü yabancı sermayenin önemini Türkiye’den daha önce kavrayan bazı ölkeler sadece mevzuat değişikliği yapmakla kalmamış, aynı zamanda bu değişikliklerin uygulanmasında da uzun bir yol almıştır.

Bilindiği gibi özellikle gelişmekte olan bazı Latin Amerika ölkeleri uluslararası bankalardan daha önceki yıllarda almış oldukları borçları ödemekte güçlük çekmektedir. Bu sorunla karşı karşıya kalan uluslararası bankalar gelişmekte olan ölkelerin gelişme finansmanına yönelik borç talepleri karşısında isteksiz davranmaktadır. Bu durumda ödemeler dengesi açıklarının giderilmesi ve gelişme finansmanı açısından gelişmekte olan ölkeler için yabancı sermaye yatırımları daha da önem kazanmaktadır.

Ancak dışa açık ve yabancı sermayeye geniş yer veren bir büyüme stratejisinin Türkiye’deki siyasal yelpazede geniş kabul görmemesi ve ölkedeki siyasal istikrarın devamıyla ilgili tereddütler Türkiye’ye yabancı sermaye akımı istenen düzeyde gerçekleşmemiştir.

Yakın gelecekte Türkiye’nin resmi kanallardan ve bankalardan elde edilebilecek fonlarla gelişmesini finanse etmek zorunda kalacağı anlaşılmaktadır. Ancak daha sonraki bir aşamada yabancı sermaye yatırımları ödemeler dengesi açıklarının finansmanında önemli bir katkı yapabilecektir. Yabancı sermayeyle ilgili mevzuatın büyük ölçüde basitleştirilmesinden sonraki yıllarda dahi yabancı sermaye akımları önemsiz düzeylerde seyretmekte olup toplam sabit sermaye yatırımlarının çok küçük bir yüzdesini oluşturmaktadır. Başka bir deyimle bu yönde önemli bir gelişme potansiyeli mevcuttur. Kısıtlamaların giderilmesi ve sağlıklı bir yasal temelin oluşturulması yabancı sermaye akımlarının gerçekleşebilmesi için gerekli şartlardır. Yeterli şart ise yabancı yatırımcıların Türkiye’de istikrarlı bir ekonomik ortam mevcut olduğuna dair bir düşünceye sahip olmalarıdır.

5.2 Türk Sermaye Piyasası Gelişim Süreci

Türk sermaye piyasası son yıllarda hızlı bir değişim ve gelişim sürecine girerek yüksek bir performans göstermiştir. Bu değişim ve gelişim sürecinde, yapılan hukuki düzenleme ve piyasalarda yaşanan yapısal değişimlerin de etkisi büyüktür.

1980’li yıllardan itibaren başlayan ekonomik liberalizasyon programıyla birlikte sürekli bir gelişim dinamiği içerisinde olan Türk sermaye piyasası, dünya piyasaları içerisinde yeni ve hızlı gelişen bir piyasa konumuna gelmiştir. 1980’li yıllarda yapılan yabancı sermayenin girişini teşvik edici düzenlemeler, kur politikaları, bankalar arası para piyasalarının kurulması, açık piyasa işlemleri ve bazı vergi düzenlemeleriyle birlikte serbest piyasa mekanizmasının yerleştirilmesine yönelik genel ekonomik politikalar sermaye piyasasının gelişiminde etkin rol oynamıştır.

1981-1986 yılları arasında, sermaye piyasasının alt yapısının oluşturulmasına yönelik çalışmaların temelleri atılmıştır. Bu dönemde İMKB kurulmuş, birincil ve ikincil piyasalarda faaliyette bulunacak kurumlar düzenlenmiş, birincil el piyasaya yönelik olarak menkul kıymet ihraçları, bağımsız denetim ve piyasalardaki şirketlerin uymaları gerekli muhasebe standartları yürürlüğe konmuştur.

1987-1989 dönemi, yeni araç ve kurumlarla yeniden yapılanan finansal yapıya adaptasyon ve öğrenme döneminin yaşandığı bir dönem olmuştur.

1990-1991 yılları arası sermaye piyasalarının hem niteliksel hem de niceliksel büyük gelişmelerin yaşandığı, öğrenme ve alışma adımının yeni bir sürece girdiği dönemi ifade etmektedir. Gerek birinci el piyasalarda verilen ihraç izinleri, gerekse ikinci el piyasalarda ve özellikle de İMKB’deki işlem hacmi miktarı ve endeks düzeyi açısından 1990-1991 yılları parlak bir dönemdir. Bu süreçte piyasa kendi dinamiğini ve kendi politikasını yaratma çabası vermiş, yeni mekanizmaların önerilmeye başlandığı bir dönem olmuştur.

1981 tarihli 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun³⁹ değişen koşullar içerisinde yeniden ele alınması zorunluluğu ile 13 Mayıs 1992'de 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun yayınlanmıştır.⁴⁰ Bu kanun ile birlikte eksik piyasa ve düzenlemelerin tamamlanması, piyasanın kendi dinamiğinin harekete geçirilmesi, kamuyu aydınlatma ve bilginin eşit dağıtılması ile şeffaf bir piyasa ortamı sağlanması, sistemin işleyiş kurallarının belirlenmesiyle ekonomik suçlara karşı gereken tedbirlerin alınması, erken uyarıya dayalı bir piyasa gözetim sisteminin kurulması, yeni kurumsal yatırımcı türleri ile piyasanın talep yönünün desteklenmesi, yeni finansal araç türleri ile yatırım alternatiflerinin geliştirilmesi ve benzeri amaçlara ulaşılmasının yönü belirlenmiştir.

3794 Sayılı Kanun ile uluslararası gelişmiş piyasalar ile uyumlaşma, bütünleşme ve rekabet edebilme süreci ekonomik politikalarda istikrarlı gidişle desteklenmelidir.

Sermaye piyasalarında gerek fon arz eden yatırımcıların, gerekse fon talep eden ortaklık ve kuruluşların değişik ihtiyaçlarına cevap verebilecek çeşitli yatırım alternatiflerinin piyasalarda kullanılıyor olması, yatırımcıları teşvik edici ve özendirici etkenler arasındadır. Portföy yatırım araçlarından vadeli işlem sözleşmeleri, açığa menkul kıymet satış sözleşmeleri, kredili menkul kıymet ticareti, oydan yoksun hisse senetleri vb. Türk sermaye piyasalarına ilişkin hukuki düzenlemeler de yer almakta, ancak tam anlamıyla mevcut piyasalarda uygulanmamaktadır. Bunların yanında Türk sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde getiriler yeni araçlar ve uygulamalar arasında;

- Tahvillerde, tahvil sahibinin veya ihraççının talebine bağlı olarak erken itfa edilebilirlik imkanının getirilmesi
- Hisse senediyle değiştirilebilir tahvillere işlerlik kazandırılması
- Değişken faizli tahvil ihraç edebilme imkanları getirilmesi

³⁹ 30.07.1981 tarih, 17416 Sayılı Resmi Gazetede yayınlanmıştır.

⁴⁰ 13.05.1992 tarih, 21227 Sayılı Resmi Gazetede yayınlanmıştır.

- Tüm borçlanma araçlarında ihraççıların finansman politikaları ile ilgili faiz, vade ve benzeri hususların, piyasa mekanizmasıyla belirlenmesi
- Yabancı piyasalarda menkul kıymet ihraçlarının, dünya globalleşme sürecine uyumlu hale getirilmesi yönünde menkul kıymet mevduat sertifikaları düzenlenmiştir. Böylece, çeşitli ihraçların bu araçlar vasıtasıyla yapılabilmesi ve yurtdışı borsalarda yabancı yatırımcılar tarafından alınıp satılabilmesi mümkün kılınmıştır.

Piyasaların genişlemesi ve istikrar kazanması için gerekli olan kolektif yatırım kurumlarının serbest rekabet koşulları altında, çeşitli portföy yapılarına sahip kuruluşlar olarak yatırımcılara hizmet sunuyor olması da yine gelişen piyasalar arasında yatırım yapma tercihini o ülke lehine değiştirecektir. Sermaye Piyasası Mevzuatında ayrıntılı olarak işlenen yatırım fonları ve ortaklıkları sermaye piyasasının değişmez enstrümanları arasında yer almakta ve piyasalara portföy yönetimi kavramını ve profesyonel yaklaşımı kazandırmış bulunmaktadır.

Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların katılımı son derece zayıftır. Bu konuda yasal esaslar belirlenmiş; yatırım fonu kurma yetkisi bankaların yanı sıra aracı kurum, sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kurumlarına da tanınmıştır. Ancak Türkiye’de sigorta sektörünün henüz yeni gelişiyor olması ve sosyal güvenlik kurumları ve özel emeklilik sandıklarının işleyiş bozukluklarından kaynaklanan sorunlar nedeniyle kurumsal yatırımcıların piyasalara etkin katılımını geciktirici etki yapmaktadır. Sigorta şirketleri ve emekli sandıklarının, hisse senedi ve A tipi yatırım fonlarına ait katılma belgeleri alım-satımından elde ettikleri kazançlar için 1999 yılı sonuna kadar kurumlar vergisinden muaf tutularak, hisse senedi piyasası desteklenmiştir.⁴¹ Sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kurumlarının yasal düzenlemelerinin yenilenmesiyle, kanunlarda eksik ve değiştirilmesi gereken prosedürler, sermaye piyasalarına katılımı daha etkin bir hale getirebilecektir.

⁴¹ 3824 Sayılı Kanunla Kurumlar Vergisi Kanunu’nun eklenen Geçici Madde 20

5.3 Türkiye’de Yabancı Sermayeyi Teşvik Edici Uygulamalar

5.3.1 Finansal Liberalizasyon

1980’lerin başından itibaren, gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda görüldüğü gibi, Türkiye’de de yeni bir ekonomik gelişim programı başlatılmış ve liberalizasyon programları uygulamaya konulmuştur. Ekonomik liberalizasyondaki amaç, piyasa mekanizmasına dayalı, dünya ekonomileriyle bütünleşmeyi sağlayacak ekonomik büyüme ve istikrarın sağlanmasıdır. Ekonomik liberalizasyon programı dış ticaret, finans ve kamu sektöründe yeniden yapılanma çalışmalarını içeren 24 Ocak Kararları sonrasında getirilen hukuki, ekonomik düzenlemeler uygulamaya geçirilmiştir. Bugün ekonomik liberalizasyonda geline nokta, Türkiye’nin dış ticaret ve finansal alanlarda hukuki düzenlemeler açısından bazı gelişmiş ülkelere bile daha fazla serbesti olanakları sunmuş olmasıdır.

Türkiye’deki liberalizasyon programı çerçevesinde, finansal sistemde serbest faiz politikası, konvertibiliteye geçişle paranın yurtiçi ve yurtdışı serbest dolaşımı, vergi teşvikleri, kredi kısıtlamalarının esnekleştirilmesi, yabancı sermayenin teşvik edilmesi gibi önemli adımlar atılmıştır. Dış mali işlemlerde yapılan liberalizasyonla sermaye giriş ve çıkışlarına ilişkin işlemlerde serbesti sağlanmıştır. Sermaye çıkışına ilişkin düzenlemeler sonucunda yurtdışına sermaye transferi ve yabancıların yurtiçindeki finansal piyasalardan borçlanabilmesi mümkün kılınmıştır. Yurtiçinde yerleşik kişilerin döviz cinsinden borç-alacak ilişkilerine, yurtiçindeki bankaların ve diğer kuruluşların yine yurtiçindeki kişi ve kuruluşlara döviz cinsinden ya da dövize endeksli borç verebilmeleri ve döviz cinsinden işlem yapabilmelerine serbesti getirilmiştir.

Gelişmekte olan ülkelere Güney Kore ve Meksika’da da Türkiye’deki gibi benzer liberalizasyon programları uygulamaya geçirilmiştir. Ancak bu ülkelerdeki sermaye piyasalarının gelişim hızı daha ileri bir seviyededir. Güney Kore ve Meksika borsalarında yabancı yatırımcıların payı Türkiye’nin çok üzerindedir. Yabancıların ABD ve Japon borsalarındaki payı %5 civarında olduğu halde, bu oran

Güney Kore’de %2-10 arasında değişiklik göstermekte ve Meksika için %25 seviyelerine kadar çıkmaktadır.

Türkiye’de finansal işlemlerde 1980’lerden bugüne kadarki uygulamalar sonucunda, özellikle yabancı yatırımcılar menkul kıymet piyasalarında hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarını alıp satabilmekte, bunlarla ilgili sermaye transferleri, döviz mevduatı hesapları açtırma ve repo piyasalarına girebilme serbestisi içerisinde hareket edebilmektedirler.

5.3.2 Özelleştirme

Özelleştirme temelde üretimde verimliliği artırmak, rekabeti esas alan bir piyasa yapılanmasını sağlamak ve hisse senedi mülkiyetini yaygınlaştırarak devletin fonksiyonel etkinliğini belirli alanlar üzerinde yoğunlaştırma yönünde kullanılan bir yöntemdir.

Devlete gelir sağlama, etkinliğin artmasını teşvik etme, hükümetin ekonomiye müdahalesini azaltma, pay sahiplerinin genişlemesini özendirme, rekabeti artırma, devlet mülkiyetindeki kamu iktisadi teşebbüslerin (KİT), mahalli idareler ve kamu kuruluşlarının piyasa disiplini içerisine sokulması gibi temel araçlar çerçevesinde yapılan özelleştirme çalışmalarından beklenen ekonomik fayda; karlılık, verimlilik, üretim, yatırım ve istihdam sorunlarına dayanmaktadır.⁴²

Sermaye piyasasının geliştiği ülkelerde, özelleştirmede en çok kullanılan yöntem, sermayenin tabana yayılması görüşü yönünde, menkul kıymet borsaları yoluyla pay senedi satışlarıdır. Diğer yöntem ise doğrudan veya blok satış yöntemidir.

KİT’lerin sermaye piyasası kanalıyla özelleştirilmesinde, özelleştirilecek KİT sayısı ve boyutu son derece önemli bir faktördür. Sermaye piyasası büyük kapsamlı özelleştirme için gerekli fonları karşılayabilecek yeterlilikte olmalıdır. Ayrıca özelleştirme sonucu sermaye piyasalarından büyük miktartlı fonların çekilmesi, diğer

⁴² Karacan, Ali İhsan, "Özelleştirme İyileşme Sağlıyor mu?" Dünya Gazetesi, 14 Eylül 1997, 16 Eylül 1997

şirketlerin yararlanabileceği likit kaynakları sınırlayıcı etki yaratabilmektedir.⁴³ Pay senetlerinin ihracında aşamalı satış yönetimi uygulamalarıyla söz konusu olumsuzluklar giderilebilmektedir. Emekli ve yardım sandıklarının, sendikaların, düşük gelirlilerin satışa katılması için özendirici, kolaylık sağlayıcı çalışmaların yapılmasını gerekli kılan özelleştirme çalışmalarında aynı zamanda yabancıların satışlara katılmasını sağlayıcı düzenlemelerle yabancı borsalarda pay senedi satma uygulamaları ağırlık kazanmaktadır.

Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede yapılan özelleştirmelerde, özelleştirilen şirketlerin menkul kıymetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından alınması da mümkün kılınmaktadır. Yabancılar satılan menkul kıymet yatırımları yabancı portföy yatırımları şeklinde kabul edilmekte ve yabancı sermaye yatırımcılarına ilişkin hukuki düzenlemeler kapsamında değerlendirilmektedir.

Türkiye’de, pay senedi ile yapılan satışlar hamiline niteliktedir. Kamu Ortaklığı İdaresi, sahip olduğu pay senetlerini kullanarak yapacağı satışlardan önce, Sermaye Piyasası Kurulunun yayınlamış olduğu “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ”in 6. Maddesi doğrultusunda kurula ve borsaya bilgi vermektedir.

Pazarlık yoluyla doğrudan satın alma yani blok satış halinde satışların kimlere yapıldığı, Türk ve yabancı ortaklara ait her türlü veri Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu ve Kamu Ortaklığı İdaresi kayıtlarında yer almaktadır.

Özetle, özelleştirme çalışmalarının ekonomide verimliliği artırıcı yönde şeffaf, açık, sağlam ilkeler doğrultusunda hukuki, idari, mali ve teknik tedbirlerle gerçekleştirilmesiyle, Türk sermaye piyasasının da sağlıklı ve etki işleyişi sağlanabilecektir.

⁴³ Altıntaş, Bera M., "Kamu İktisadi Teşebbüslerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasalarına Etkileri", Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No.48, Ankara, 1996, s.94

5.3.3 Vergi Politikaları

Bir ülkede uygulanmakta olan vergi politikaları, o ülke ekonomisinde bir kesimden diğer kesime kaynak aktarımı için kullanılan önde gelen araçlardan biridir. Tüm dünyada, gelişmesi istenen piyasalara en büyük destek ve teşvik, vergi politikaları yoluyla yapılmaktadır.

Vergilendirme hakkında yabancıları ilgilendiren konulardan biri, dar mükellef ⁴⁴ yatırım fonu statüsündeki kurumsal yatırımcıların nasıl bir vergilendirmeye tabi tutulacaklarıdır. Risk sermayesi, gayrimenkul, A tipi yatırım fonları ve daha az hisse senedi içeren yatırım ortaklıkları ve fonların kazançları Kurumlar Vergisi'nden muaftır.

Portföyünde %25'ten daha az hisse senedi bulunduran yatırım fonları ve ortaklıklarında %10, diğer menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve fonlarında % 0 oranında vergi kesintisi yapılacaktır. Kesinti esnasında A tipi yatırım fonları için belirlenmiş %25 oranı, sadece Türkiye'de yerleşik kurumların hisse senetleri için dikkate alınacaktır.

Türkiye'de işyeri veya daimi temsilcisi olmayan dar mükellef kurumların, Türkiye'de menkul kıymet alıp satması halinde, elde ettikleri gelir, sadece sahip oldukları menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından doğuyorsa; değer artışı kazancı olarak tabir edilmekte ve kur farkından doğan değer artış kazançları vergilendirilmemektedir. Bu hesaplamada, menkul kıymetlerin elde ediliş tarihindeki TCMB döviz alış kuru esas alınacaktır. Hesaplanan TL karşılığı ile menkul kıymetlerin elden çıkarılma tarihindeki aynı miktar, yabancı sermayenin

⁴⁴ Dar Mükellef: Türkiye'de yerleşmiş olmayan gerçek kişilerdir. Bu kişiler sadece Türkiye'de elde ettikleri kazanç ve iratlar üzerinden vergilendirilmektedir. Menkul sermaye iratlarında sermayenin Türkiye'de yaratılmış olması gerekmektedir. (Gelir vergisi kanunu md.7) Mükellef: Vergi kanunlarına göre kendisine vergi borcu terettip eden gerçek ve tüzel kişidir. Tam Mükellef: Türkiye'de yerleşik gerçek kişiler ile resmi, daire ve müesseselere veya merkezi Türkiye'de bulunan teşekkül ve teşebbüslere bağlı olup adı geçen daire, müessese ve teşekküllerin işleri dolayısıyla yabancı memleketlerde oturanlar tam mükellef sayılmaktadır.

TCMB döviz alış kuru ile TL karşılığı arasındaki farka göre yapılacaktır. Bu uygulama sadece dar mükelleflere tanınmış bir ayrıcalıktır.⁴⁵

Dar mükellef tüzel kişilerce elde edilen hisse senedi kar payları; Türkiye’de işyeri veya daimi temsilcisi bulunan dar mükellef kurumların işletmelerine kayıtlı hisse senetlerinden elde ettikleri kar payları, kurum kazancı sıfır veya zarar olsa dahi indirim konusu yapılacaktır. Türkiye’de bir işyeri veya daimi temsilcisi olmayan dar mükellef kurumlar tarafından elde edilen kar paylarının ise yıllık ya da özel beyanname ile beyan edilme zorunluluğu yoktur.⁴⁶

Ticari bir işletmenin aktifine kayıtlı hisse senetlerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlar ise ticari kazanç olarak vergilendirilmektedir.⁴⁷ Türkiye’de devlet tahvili, hazine bonosu ve Kamu Ortaklığı İdaresi (KOİ) ile Toplu Konut İdaresi (TKİ) Başkanlıklarınca çıkarılan menkul kıymetler, vade sonunda veya vadeden önce elde çıkarılmaları açısından vergilendirilmektedir.

Dar mükellef tüzel kişi açısından vade dolduğunda elden çıkarmada⁴⁸

- Devlet tahvili ve hazine bonosu faizlerinden “0”,
- TKİ ve KOİ Başkanlıklarınca çıkarılan GVK’nun 75.maddesinin 5 nolu bendinde yer alan menkul kıymetlerden sağlanan gelirlerden %0 oranında vergi kesintisi yapılacaktır.

Nama ve hamiline yazılı faizleri ile diğer tahvil faizlerinden,KVK’nın⁴⁹ 24.maddesi uyarınca yapılacak kurumlar vergisi kesintisi oranı ise %10 olarak tespit edilmiştir.

⁴⁵ Kurumlar Vergisi Genel Tebliği No:44,1/2

⁴⁶ Kurumlar Vergisi Kanunu md.8,24

⁴⁷ Kurumlar Vergisi Kanunu md.13

⁴⁸ 27.1994 tarih,94/5256 Sayılı Kararnamenin Eki Karar’ın birinci maddesi uyarınca 1.1.1994 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere

⁴⁹ 30.12.1993 tarih ve 93/5147 sayılı kararnamenin eki kararı uyarınca

Vadelerinden önce elden çıkarılması durumunda; Türkiye’de bir işyeri ve daimi temsilcisi bulunmayan dar mükellef bir kurumun ilgili menkul kıymetleri alıp satmasından elde edilen kazanç, değer artışı kazancı olarak vergilendirilmektedir.

Değer artışı kapsamına giren bu kazançların elde edilme tarihinden itibaren 15 gün içinde Gelir Vergisi Kanunun 101.maddesi çerçevesinde ilgili vergi dairelerine beyanname ile bildirilmesi gerekmektedir. Dar mükellef kurumun Türkiye’de işyeri veya daimi temsilcisinin bulunmaması halinde, bu bildirim yabancı kuruma kazanç sağlayanlar tarafından yerine getirilmektedir. Bu kurumların, menkul kıymetleri farklı kişiler aracılığı ile alıp satmaları halinde menkul kıymetlerin satışa aracılık eden kişiler, dar mükellef kuruma kazanç sağlayan, mükellef olarak kabul edilmektedir.⁵⁰

Türkiye’de daimi temsilcisi ya da işyeri vasıtasıyla ticari kazanç elde eden dar mükellef kurumlar, ticari faaliyetlerinin yanı sıra aktiflerine kayıtlı devlet tahvili, hazine bonosu ya da TKİ veya KOİ tarafından çıkarılan menkul kıymetleri elden çıkarmaları halinde kazançlar ticari kazanç olarak vergilendirileceğinden, kur farkından doğan tutar kazançtan indirilmeyecektir.⁵¹

Türkiye’de özellikle, dar mükelleflerin menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları üzerinden elde ettikleri kazançların vergilendirilmesi, tam bir açıklık kazanmamıştır. Bazı durumlarda dar mükelleflere uygulanan vergi oranları “0” iken, bazen vergi kapsamına dahil edilmektedir. Yabancı sermayenin portföy yatırımları yoluyla ülkeye girişinin artırılması için dar mükelleflere ilişkin mevcut kanun uygulamalarının uyumlaştırılması ve kanunlarda esnekliğin sağlanması gerekmektedir.

⁵⁰ Kurumlar Vergisi Genel Tebliği No:46,11.01.1994 tarih ve 21815 sayılı Resmi Gazete

⁵¹ Kurumlar Vergisi Kanunu md.13

5.4 Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımları

Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları 1986 yılından itibaren başlamıştır. 1986 yılında giriş ve çıkışlar netleştirilmiş olarak 146 milyon dolarlık portföy yatırımı gerçekleşmiştir. 1987 yılında 282 milyon dolar, 1988'de 1 milyar 178 milyon dolar, 1989 yılında da 1 milyar 386 milyon dolarlık portföy yatırımı amaçlı giriş olmuştur.

TABLO 5-1 : YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI (MİLYON ABD DOLARI)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994
Portföy Yatırımları	547	623	2411	3917	1158
Sermaye Piyasası(*)	592	567	2806	3727	99
Kamu Sektörü	572	593	2762	3721	411
Hazine	500	468	2539	3759	411
Kullanım	500	493	2539	3759	721
Geri Ödeme		-25	0	0	-310
Belediye	72	125	439	-38	0
Kullanım	72	125	439	0	0
Geri Ödeme		0	0	-38	0
Merkez Bankası	0	0	-216	0	0
Kullanım			0	0	0
Geri Ödeme			-216	0	0
Bankalar	20	-26	44	6	-312
Kullanım	67	0	251	209	0
Geri Ödeme	-47	-26	-207	-203	-312
Portföy yatırımları(Net)(**)	-45	56	-395	190	1059

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

(*) Sermaye Piyasasından sağlanan (tahvil ihracı dahil) krediler

(**) Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından menkul kıymet alım satımları ve yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'deki menkul kıymet alım satımları

1990 yılı 32 Sayılı Karar'ın etkilerinin görülmeye başladığı yıl olmakla birlikte portföy yatırımı olarak giren döviz 547 milyon dolardır. 1991 yılında 623 milyon dolarlık portföy yatırımı gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarında asıl önemli gelişme 1992 ve 1993 yıllarında olmuştur. Bu yıllarda sırasıyla 2 milyar 411 milyon dolar ve 3 milyar 917 milyon dolarlık portföy yatırımı yapılmıştır.

Portföy yatırımlarının içeriği incelendiğinde; portföy yatırımı olarak Türkiye'ye giren dövizin kamu kesiminin finansmanında kullanıldığı açıktır. Örneğin 1993 yılında büyük bölümü uluslararası sermaye piyasalarında tahvil ihracı yoluyla gelen 3 milyar 917 milyon dolarlık net döviz girişinin 3 milyar 721 milyon dolar kamu kesimi, 6 milyon doları bankacılık kesimi tarafından temin edilmiştir. Geriye kalan 190 milyon dolar yurtdışında yerleşiklerin yurtiçinde ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmaları sonucudur.

Tablodan çıkan ilginç sonuç 1994 yılı ile ilgilidir. 1994 yılında yaşanan krizle birlikte uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihracı pek mümkün olmamış ve 1994 yılında giren toplam 1 milyar 158 milyon dolarlık portföy yatırımı olarak kamu kesimine 411 milyon dolar giriş olurken bankacılık kesiminden 312 milyon dolarlık çıkış olmuştur. Sonuçta net olarak uluslararası sermaye piyasalarından 99 milyon dolarlık döviz temini söz konusu olmuştur. Ancak aynı yıl yurtiçinde faiz oranlarının yüksek düzeyde seyretmesi sonucu yurtiçindeki menkul kıymetlere net yatırımı 1 milyar 59 milyon dolar civarında gerçekleşmiştir. Tablo 5-1'e göre yurtiçindeki menkul kıymetlere net yatırımların negatif olduğu (1990 ve 1992 yıllarında yurtdışına çıkma söz konusudur. Tablo 5-1'de net portföy yatırımları olarak gösterilen kalem yurtdışında yerleşiklerin Türkiye'de menkul kıymet alması satması, aynı zamanda da yurtiçinde yerleşiklerin yurtdışında menkul kıymet alıp satmalarını göstermektedir.

Bilindiği gibi yüksek faiz düşük kur nedeniyle Türkiye'ye döviz getirip bunu Türk Lirası'na çeviren daha sonra da yüksek faizli hazine bonosu, devlet tahvili gibi menkul kıymet satın alan uluslararası sermayenin getirdiği döviz "sıcak para" olarak adlandırılmaktadır. Yurtdışında yerleşiklerin Türkiye'de hangi tür menkul kıymet aldıklarını detaylı biçimde görmek gerekmektedir.

5.4.1 Türkiye'deki Yabancı Portföy Çeşitleri

Tablo 5-2'den de görülebileceği gibi yurtdışında yerleşikler sabit getirili menkul kıymet yerine hisse senedine yatırım yapmayı tercih etmektedir. Sermaye serbestisinden 1990 yılı sonuna kadar yurtdışında yerleşikler toplam 225.7 milyon dolarlık menkul kıymet satın almış, bunun 220.1 milyon dolarını da hisse senedi oluşturmuştur. Aynı dönemde 154.2 milyon dolarlık hisse senedi satışı yapılmıştır. Diğer yıllarda da bu değişmemiş, 1993 yılında 737 milyon dolarlık girişin 583 milyon dolarını hisse senedi oluşturmuştur. Genelde yurtdışından İMKB'ye yatırım yapan uluslararası sermaye, kurumsal yatırımcıyı temsil etmektedir.

Hiç kuşkusuz uluslararası sermaye yüksek riske rağmen yüksek getir nedeniyle bizim gibi gelişen borsaları tercih etmektedir. Ödemeler dengesi içinde yer alan toplam portföy yatırımları içinde yurtdışında yerleşiklerin aldıkları menkul kıymetler piyasaları kökünden sarsacak boyutta değildir. İMKB'de günlük işlem hacminin 300-400 milyon dolar civarında olması da bunu göstermektedir. 1989 yılından 1994 yılının ortalarına kadar yurtdışında yerleşiklerin hisse senedi yatırımları net olarak 700 milyon dolar civarındadır.

Yurtdışında yerleşiklerin istikrara yatırım yaptığı, yüksek kazancı bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde temin edebileceği bilinmektedir. Hiç kuşkusuz önemli olan Türkiye'ye özellikle hisse senedi yatırımı olarak "taze para girişini" sağlamak gerekmektedir. Çünkü sermaye piyasasına gelecek fonların yatırımlarının finansmanında kullanılma olasılığı daha fazladır. Oysa hazine bonusu devlet tahviline gelen döviz tamamen kamu açıklarını kapatmaya yönelik gelmektedir.

TABLO 5-2 : YURTDIŞINDA YERLEŞİK KİŞİLERCE SATIN ALINAN/SATILAN TÜRK MENKUL KIYMETLERİ (MİLYON DOLAR)

	(11.8.1190-30.12.1990)		(01.01.1991-31.12.1991)		(1.1-1992-31.12.1992)		(1.1.1993-31.12.1993)		(1.1.1994-31.12.1994)	
	SATIN ALINAN	SATILAN	SATIN ALINAN	SATILAN	SATIN ALINAN	SATILAN	SATIN ALINAN	SATILAN	SATIN ALINAN	SATILAN
I.HİSSE SENEDİ	220,158	154,178	130,193	164,405	171,486	30,954	583,069	269,791	633,069	249,463
II.TAHHVİL	433	0	130,193	164,405	53,066	45,706	19,685	42,976	328	5,031
III.HAZİNE BONOSU	5,150	33	879	1,520	4,503	961	98,433	3,024	5,395	0
IV. FİNANS BON.	0	0	1,148	500	0	0	36,629	26,325	36	36
TOPLAM	225,741	154,211	132,220	168,930	229,055	77,621	737,816	342,116	638,828	254,530

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

5.4.2 Ülke Fonları ve Türkiye

1980’li yılların başlarından itibaren bir gelişme trendine giren ülke fonları sermaye piyasası alanında popülerlik kazanmıştır. Ülke fonları, bir ülkenin menkul kıymetlerden oluşmuş, ağırlıklı olarak hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerden oluşan bir portföyle uluslararası piyasalar açılma imkanı sunmaktadır. Ülke fonları kapsamında oluşturulan menkul kıymet portföyü uluslararası sermaye piyasalarında pazarlanarak fon sahibi ülke açısından kaynak yaratma imkanı vermektedir. Ülke fonlarının özellikle fon sahibi ülkenin sermaye piyasasının gelişmesi ve uluslararası piyasalara entegre olma sürecini hızlandırıcı etkileri bulunmaktadır.

Ülke fonlarının %80’i, Asya ve Pasifik ülkeleri sermaye piyasalarında kurulmuştur. Politik istikrar, yüksek büyüme hızı ve özel sektörün ekonomideki göreceli ağırlığı, ülke fonu yatırımcılarının tercihlerini belirleyen temel etkenlerdir. Ülke ekonomilerindeki bütçe açıkları, ağır borç yükü ve enflasyonist yapı uzun dönemli strateji belirleme olanaklarını kısıtlamaktadır.

Ülke fonları, ekonomik gelişmede engel teşkil eden tasarruf açıklarının kapatılması ve etkin kaynak tahsisi yaratılmasında önemli rol oynayıcı niteliktedir. Gelişmekte olan ülkelerde benzer ekonomik problemleri olan Türkiye ekonomisi açısından bakıldığında Türkiye fonu yabancı menkul kıymet piyasalarına açılma, yeni Pazar ve yatırımcılara erişim kolaylığı sunmaktadır. Türk hisse senetleri ile oluşturulmuş fonlar⁵², Türk finans piyasalarına, dünya finans sektöründeki globalleşme sürecine katılmalarını hızlandırıcı bir imkan yaratmaktadır. Fonlar sayesinde, Türkiye uluslararası menkul kıymet piyasalarından kaynak sağlama ve uluslararası finans piyasalarıyla rekabet edebilme şansı elde edebilecektir.

Ülke fonlarının işlem gördüğü piyasadaki diğer fonlar ve menkul kıymetler ile arasındaki risk-getiri farklılıkları, diğer piyasalardaki, özellikle gelişmekte olan

⁵² Türk hisse senetlerinden oluşturulmuş ilk fon olan Türkiye Fonu, 27.09.1988 tarihinde “Investment Company Act of 1940 “ mevzuatı çerçevesinde New York’ta kurulmuştur. Fon, Morgan Stanley Asset Management Inc. Tarafından yönetilmektedir.

Ülkelerin menkul kıymetlerinin risk-getiri farklılıkları ve fonun işlem gördüğü piyasadaki ve diğr piyasalardaki yasal düzenleme farklılıkları (açığa satış yapabilen piyasalardaki arbitraj imkanları, vergisel düzenlemeler, ülkeler arası faiz oranı farklılaşmaları gibi hususlar) fon avantajlarını ve fona olan talebi belirleyecektir.

lke fonları yanında Menkul Kıymet Mevduat Sertifikaları yoluyla ulusal yatırımcıların yabancı hisse senetlerine yatırım yapabilme imkanları getirilmektedir. Yabancı menkul kıymet piyasalarında yatırım yapmada, o ülkenin hukuk sistemine uyulması zorunlu kılındığından ülkeler arası zaman farklılıkları, ekonomik, siyasi ve sosyal risklerle birlikte piyasalara erişim güçlükleri bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler , yapmış oldukları düzenlemelerle yatırımcıların karşılaştıkları güçlükleri ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır.

Türk sermaye piyasasının geliştirme çabaları içerisinde TDRs (Turkish Depository Receipts)'ın işlem görebilmesi yabancı menkul kıymetleri Türk sermaye piyasalarına girmesine olanak tanıyacaktır. Aynı zamanda, Türk menkul kıymet piyasalarının rekabet gücünü artırıcı, Türk parasının gücünü kuvvetlendirici ve gelecek dış taleplerle yabancı yatırımcılardan gelecek yeni fon kaynaklarının yanında Türk sermaye piyasalarının uluslararası piyasalarda tanıtımını sağlayıcı faydalar getirecektir.

lke fonları, ulusal ve uluslararası düzeyde verimli işletmelerin menkul kıymetlerinin talep görmesi ve menkul kıymet alternatifleri yaratması hususunda yerli ve yabancı yatırımcılar için bilgi ve bilinç düzeyini artırıcı,piyasaların etkinliğini destekleyici katkılar sağlayacaktır.

5.5 Yabancı Portföy Yatırımcılarının 1998 Yılında Türkiye Hakkında Görüşleri ve Beklentileri

Enflasyon oranlarındaki düşüşün devam etmesi, döviz ve faiz oranlarında yükseliş beklentisinin kalmaması yabancı yatırımcıların yeniden İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB) yönelmelerine yol açmıştır. Yabancı yatırımcılar için en önemli kriterler olan enflasyon ve siyasi istikrarın sağlanması mart ayından itibaren yabancı alımların artmasını sağlamıştır.

Yabancı portföy yatırımcıları Avrupa ve Amerika borsalarının yükselmesi sonucunda gelişmekte olan piyasalar yönelmişlerdir. Türkiye'nin şu anda ekonomi ve politika açısından istikrarlı bir dönemde olması ve özelleştirme çabalarına hız verilmesi yabancı portföy yatırımcılarının Türkiye'ye yönelik ilgisini artırmıştır. Bu üç faktör bir arada olumlu bir şekilde sürdürülürse, İMKB'nin yabancı yatırımcıların tercih ettiği bir piyasa olma özelliğini sürdürmesi beklenmektedir. Yabancı yatırımcılar son dönemde İMKB'ye kısa vadeli baktıkları görülmektedir. Seçim tarihi, faiz ve enflasyonun seyrinin önümüzdeki dönemde yabancıların yatırım kararlarını belirleyeceği düşünülmektedir. Bu faktörlerde herhangi bir değişiklik yaşandığı takdirde, alınan bütün pozitif sinyallerin bir anda geri dönebileceği ileri sürülmektedir.

Yabancı yatırımcıların İMKB'ye yönelmelerinin nedenlerinden birincisinin özelleştirmede atılmış başarılı adımlar olduğu vurgulanmaktadır. Önümüzdeki süreçte Telekom'un ve İş Bankası'nın özelleştirilmesinin yabancı yatırımcıların son dönemlerdekindi aşan bir şekilde İMKB'ye yönelebileceği tahmin edilmektedir.

Yabancı portföy yatırımcılarının Türkiye'de portföy yatırımı yapmalarının bir nedeni de ülkemizde uygulanan sıcak para politikasıdır. Döviz kurunun artışın sınırlı oranda olması nedeniyle, yabancı yatırımcılar döviz yerine hisse senedi ve tahvil piyasasına yönelmektedir.

Türkiye’de özelleştirmenin somut adımlarla devam etmesi, siyasi istikrarın bozulmaması ve enflasyonun düşüş trendini sürdürmesi durumunda yabancı portföy yatırımcıları ülkemize yönelik portföy yatırımları yapmaya devam edeceği düşünülmektedir.

5.5.1 Yabancı Portföy Yatırımcılar Hisse senedi Alırken Dikkat Ettikleri Kriterler ve İlgilendikleri Sektörler

Yabancı yatırımcıların gözde sektörleri arasında banka, holding ve enerji sektörleribaşta gelmektedir. Bankaların tercih edilme nedeni; iştiraklerini 1998 yılı sonuna kadar satmak zorunda olmaları ve karlılıklarının artış göstermesi olduğu vurgulanmaktadır. Hisse senedi aracı kurum yetkilileri, Garanti Bankası, Yapı Kredi Bankası ve Akbank senetlerinin yabancılar tarafından çok talep gördüğü ifade etmektedir.

Yabancı fon yöneticilerinin her zaman yaptığı şekilde piyasa kapitalizasyon değeri ve likiditesi yüksek senetlerle ilgilenmeleri nedeniyle, sonuçlanan elektrik ihaleleri sayesinde holding şirketlerinin gündemde kalması beklenmektedir.

Yabancı yatırımcılar 1998 yılının ocak ayında piyasada satıcı konumundaydılar. Ocak ayında hisse senetleri piyasasında 332.9 milyon dolarlık alıma karşılık, 427.4 milyon dolarlık satış yapan yabancı yatırımcıların net satışı 94.5 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Ocak ayında yabancı yatırımcılar özellikle Sabancı Holding hisse senedinde yoğun alımlar yaptığı belirtilmektedir. Yabancı yatırımcıları 571.906.600 adet alış yaptıkları Sabancı Holding’de 418.642.300 adet satış yapmışlardır. Dolayısıyla yabancılar ocak ayında Sabancı Holding hisselerinde 153.264.300 adet net alım yapmış olmaktadır.

Ocak ayında en çok net satış yapılan hisseler ise 19.141.437 dolar ile Tüpraş, 18.082.910 dolar ile İş Bankası C ve 14.547.430 dolar ile Garanti Bankası olmuştur.

**TABLO 5-3 : 1998 YILININ OCAK AYINDA YABANCI PORTFÖY
YATIRIMCILARININ İŞLEMLERİ**

OCAK	Alış (Bin Adet)	Satış (Bin Adet)	Fark (Bin Adet)	Fark (Bin Dolar)
Akbank	316.117	168.539	147.757	12.808
Sabancı Hol.	571.906	418.642	153.264	9.679
Aktaş Elektrik	4.585	336	4.248	3.266
Tire Kutsan	103.206	16.064	87.142	3.028
Güney Biracılık	39.906	9.575	30.331	2.735
Tüpraş	71.236	226.803	-155.215	-19.141
İş C	79.727	189.942	-110.215	-18.082
Garanti Bankası	475.016	783.449	-308.432	-14.547
Koç Holding	53.432	96.016	-42.583	-9.450
Otosan	3.569	14.588	-11.019	-8.339

Kaynak : Takasbank

Yabancıların şubat ayında net alım yaptıkları hisseler ise; 21.526.260 dolar ile Milliyet Gazetecilik, 13.276.160 dolar ile Akbank, 12.700.650 dolar ile İş Bankası C, 7.975.618 dolar ile Doğan Holding olmuştur. Yabancıların en fazla net satış yaptıkları hisseler ise 28.316.080 dolar ile Koç Holding, 4.730.286 dolar ile Tüpraş ve 4.227.726 dolar ile Tofaş Oto Fabrika olmuştur.

Şubat ayında ise enflasyondaki düşüş eğiliminin artması ile hisse senedi almaya başlayan yabancı yatırımcılar 552.3 milyon dolarlık alım yaparlarken, 460.6 milyon dolarlık satış yaparak 91.7 milyon dolarlık net hisse senedi alımı yapmışlardır.

**TABLO 5-4 : 1998 YILININ ŞUBAT AYINDA YABANCI PORTFÖY
YATIRIMCILARININ İŞLEMLERİ**

ŞUBAT	Alış (Bin Adet)	Satış (Bin Adet)	Fark (Bin Adet)	Fark (Bin Dolar)
Sabancı Hol	993.113	506.784	486.329	23.783
Milliyet	738.801	379.275	359.526	21.526
Akbank	426.287	255.939	170.348	13.276
İş C	194.087	101.058	93.028	12.700
Doğan Holding	574.794	309.734	265.059	7.975
Koç Holding	130.103	298.608	-168.505	-28.316
Tüpraş	79.101	148.372	-69.271	-4.730
Tofaş Oto Fab	239.229	355.635	-116.406	-4.227
Akçansa	43.380	49.588	-6.207	-984
Hürriyet Gaz.	42.138	46.371	-4.233	-842

Kaynak : Takasbank

Mart ayında ekonomik ve siyasi istikrarın yavaş yavaş sağlanması ile yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarının arttığı görülmektedir. Bu ayda 507 milyon dolarlı alış yapan yabancı yatırımcılar, 456.1 milyon dolarlık satış yaptıkları belirtilmektedir. Böylece yabancı yatırımcılar mart ayında 50.9 milyon dolarlık net alım yapmışlardır.

Mart ayında yabancı portföy yatırımcıların ilk tercihi Koç Holding hisseleri olmuştur. Yabancı yatırımcılar hissede 16.777.310 dolarlık net alım gerçekleştirmişlerdir. Bu hisseyi, 15.675.710 dolarlık net alım ile Akbank, 14.899.480 dolar ile Çukurova Elektrik hisseleri izlemiştir.

TABLO 5-5 : 1998 YILININ MART AYINDA YABANCI PORTFÖY YATIRIMCILARININ İŞLEMLERİ

MART	Alış (Bin Adet)	Satış (Bin Adet)	Fark (Bin Adet)	Fark (Bin Dolar)
Koç Holding	689.542	316.880	372.661	16.777
Akbank	265.812	108.904	156.908	15.675
Çukurova Elk.	766.526	355.880	410.645	14.889
Efes Sinai Yat	333.931	243.938	89.992	14.301
Petrol Ofisi	1.014.877	815.684	199.192	11.788
Tofaş Oto Fab	113.004	178.087	-65.082	-10.426
Tüpraş	174.292	303.562	-129.270	-10.040
Doğan Holding	2.407	4.934	-2.526	-6.802
İş C	21.234	32.000	-10.766	-2.065
Sabancı Hol.	36.457	42.092	-5.634	-1.575

Kaynak : Takasbank

5.6 Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımlarının İstatistiki Analizi Ve Değerlendirilmesi

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Departmanı tarafından yapılan analiz iki bölümden oluşmaktadır. İlk olarak ülke riskinin yabancı portföy miktarı ile ilişkisi analiz edilmektedir. İkinci olarak, Türkiye’nin yabancı portföy yatırım miktarlarının makro ekonomik göstergelerle anlamlı olarak ifade edilebilir olup olmadığı incelenmektedir.

Uluslararası portföy yatırımı kararlarında etkili olan ve yatırım yönünün belirlenmesinde etkin rol oynayan ülke riski, analizin birinci kısmını oluşturmaktadır. Bu bölümde “Institutional Investor” tarafından Türkiye’ye verdiği ülke riski puanı dikkate alınarak yıllık bazdaki yabancı portföy yatırımları arasında fonksiyonel bir ilişkinin bulunup bulunmadığı regresyon analizi kullanılarak incelenmiştir. Burada Türkiye’ye yapılan toplam yabancı portföy yatırımları bağımlı değişken, ülke riski bağımsız değişkendir.

Analizin ikinci bölümünde Türkiye’nin toplam portföy yatırımlarının makro-ekonomik ve sermaye piyasası göstergelerinin fonksiyonu olarak tanımlanmasının geçerliliği araştırılmaktadır. Türkiye’ye yönelik yabancı portföy yatırımları bağımlı değişken, makro ekonomik göstergelerden Gayri Safi Yurt İçi Hasıla, kambiyo kurları, enflasyon ve faiz oranları bağımsız değişken olarak analize dahil edilmiştir. Analizde, bağımsız değişkenler kapsamında borsa değişkenleri, işlem hacimleri, borsaya kayıtlı şirketlerin toplam piyasa değerleri, şirket sayıları, fiyat/kazanç oranları, temettü verimleri ve toplam getirilerinin mutlak ortalama değerleri esas alınmış ve regresyon analizine tabi tutulmuştur.

Portföy yatırımlarının ülke riski ile ilişkisi Türkiye için anlamlı bir şekilde ifade edildiği görülmektedir.

$$TTPY = -23.032,32 + 580.29TÜR^{53}$$

(Gözlem Sayısı:6,1989-1993)

Yukarıdaki modele göre, Türkiye'nin ülke riskliliğinin, yabancı portföy yatırım kararlarında dikkate alındığı belirtilmektedir. Öte yandan, Türkiye'deki net portföy yatırımları ile ülke riski değişkeni arasındaki analiz sonucunda,⁵⁴

$$NPY = -1436.82 + 35.16TÜR$$

Gözlem sayısı :6,1989-1993

Modelde, bağımsız değişken olan ülke riskinin, %95 istatistiki güven düzeyinde net portföy yatırımlarını açıklama gücü gözlenmektedir. Yine, yatırım kararlarında ülke riskinin etken faktör olduğunu söylemek mümkün olacaktır. Yabancılar, portföy yatırımında risk-getiri ilişkisini değerlendirmek suretiyle yatırım kararı aldıklarına göre, yabancıların yüksek riske karşılık yüksek getir beklentisine dayalı olarak yüksek riske sahip ülkelerde portföy yatırımı yapma tercihlerini kullandıkları ifade edilebilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümü olarak, toplam portföy yatırımları ile makro ekonomik ve menkul kıymet göstergeleri arasında oluşturulan modellerden anlamlı bulunanları aşağıda gösterilmiştir:

$$NPY = -42.21 + 1.29HSA + 1.51ONF - 0.095İMKBİ^{55}$$

Bu modelde net portföy yatırımlarının %99 güvenilirlikte hisse senedi alımları, gecelik faiz oranları ve İMKB Endeksi ile açıklanabilir olduğu doğrulanmaktadır.

⁵³ TTPY: Türkiye'ye yönelik toplam yabancı portföy yatırımları

TÜR :Türkiye Ülke Kredibiletisi

⁵⁴ NPY :Net Portföy yatırımı

⁵⁵ HSA : Hisse senedi alımı

ONF : Bankalar arası gecelik faiz oranı

İMKBİ : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Endeksi

Hisse senedi alımlarında ve gecelik faizlerde bir yükselme olması; diğer koşullar sabit kalması koşuluyla net portföy yatırım miktarında bir artış sağlayabilmektedir. Borsa bileşik endeksindeki artış eğilimine karşılık net portföy yatırımda bir azalmanın gerçekleştiği görülmektedir. Buna göre, yeni yabancı sermaye girişinin endeksin düşük olduğu dönemde daha fazla olduğu dolayısıyla yabancı yatırımcılar tarafından endeksin büyüklüğünün önemle izlenildiği belirtilmektedir.

Açıklayıcı değişken olarak İMKB endeksi, işlem hacmi ve toplam piyasa değerinin kullanılması ile elde edilen model aşağıda gösterilmiştir:⁵⁶

$$NPY = -1.71 + 0.226İMKBİ - 0.02TPD + 6.88İMKBİH$$

Yukarıdaki modele göre, temel borsa karakteristik değerlerinin yabancı portföy yatırım miktarını açıklamada dikkate alınabileceği görülmekte olup, bu pratik anlamda da geçerli bir yaklaşımdır. Modelde, toplam piyasa değeri, net portföy yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir. Piyasa değerindeki artışlara bağlı olarak net yabancı portföy yatırımlarında azalma görülmesi anlamını vermektedir. Bu bağlamda yabancı yatırımcı için fazla değerlendirilmiş portföyün, piyasa zamanlaması açısından sat sinyali vermesi dolayısıyla satışa geçmiş olduğu açıklamasını yapmak mümkün olacaktır.

İMKB'ye kayıtlı şirket sayısı ve efektif kurun toplam yabancı portföy yatırımı açıklama gücünü gösteren model aşağıdaki gibi belirlenmiştir:⁵⁷

$$TTPY = 1541.27 - 18.26TŞS + 0.36EFEKTİF KUR$$

Şirket sayısı ile toplam portföy yatırımı arasında negatif bir ilişki vardır; yani şirket sayısı azaldığında toplam portföy yatırımlarında artış görülmektedir. Bunun, portföy yatırımlarının belirli şirketler üzerinde yoğunlaşmasından kaynaklandığı belirtilmektedir.

⁵⁶ TPD : Toplam Piyasa Değeri

İMKBİH : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İşlem Hacmi

⁵⁷ TŞSS : Toplam Şirket Sayısı

6. SONUÇ

Ülkemizde de son dönemlerde sıkça kullanılan ve ekonomik anlamda piyasaların bütünleşmesi anlamına gelen globalleşme kavramı, bu çalışmanın da anahtar kelimesini ifade etmektedir. Global piyasa oluşumunun dinamizmi uluslararası sermaye hareketleri ile gerçekleşmektedir.

Çalışmada, uluslararası sermaye hareketlerinin doğrudan ve portföy yatırımı niteliğinde ele alınmasıyla; gelişmekte olan piyasalara sahip ülkelerin özellikle portföy yatırımları bakımından daha cazip hale geldikleri belirlenmektedir. Bunun başlıca nedeni olarak, gelişmiş piyasalardaki fon fazlalığının karlı bir şekilde değerlendirilebilmesi amacıyla dış piyasalara yönelmesi ve dış piyasalar içinde risk-getiri profiline uygun olarak en optimum yatırımların oluşturulacak portföylere dahil edilmesi gösterilebilir.

Sermaye gereksinimi olan ülkelerin, sosyal,ekonomik ve politik yapılarındaki istikrarı sağlamaya yönelik atılımları, yabancı sermayeyi çekme yarışında önem kazanmıştır. Çünkü uluslararası yatırımcı, bekleyeceği yüksek getiriye karşılık riski daha düşük bir ortamı tercih edecektir. Bu durumda, ülke riskliliği yabancı sermaye hareketlerinde önem kazanmaktadır. Uluslararası yatırımlarda portföy yaklaşımı ile sistematik olmayan risk grubunda tanımlanabilecek ülke riskinin, karşılaştırmalı olarak düşük olması tercih edilmektedir.

Yeni gelişen piyasalardaki büyüme hızları gelişmiş ülkelere oranla daha fazladır; gelişmekte olan piyasalarda fiyat-kazanç oranları da gelişmiş piyasalara oranla daha küçüktür. Uluslararası kurumsal ve bireysel yatırımcıların temel amacı, yönetimlerindeki portföylere en kısa süre içerisinde en yüksek getiriye sağlamaktır.

Bu nedenle, uluslararası borsalarda, yüksek getiri alternatiflerinin oluşması ile yabancı sermaye yön değiştirmektedir. Uluslararası yatırımcılar yatırım kararı verirken; ilgili ülkelerin risk seviyesi, makro-ekonomik temel göstergeleri ve menkul kıymet piyasalarına ilişkin temel analizi esas almaktadır. Temel ekonomik göstergelerden; büyüme hızları, faiz oranları, enflasyon oranı, siyasi ve sosyal riskler ile bütçe açığı uluslararası yatırım kararlarında önemli faktörler arasındadır. Diğer taraftan, yabancı yatırımcı, yatırım kararı öncesinde yatırım yapacağı piyasada işlem gören şirketlerin halka açıklık oranı, temettü verimi, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri, şirketlerin global pazardaki rekabet gücü, finansal ve yönetsel yapıları ile borsaların genel olarak işlem hacimleri, endeksleri, yatırımcı profili ve tercihleri gibi piyasa performanslarını da analiz kapsamına almakta ve değerlendirmektedir. Yatırımcı, analizler sonucu portföy oluşturma, elindeki mevcut portföyü bekletme ya da satma gibi portföy yönetim stratejisini uygulamaktadır.

Bir dış ülkede portföy yatırımı yapma kararını veren yatırımcı en azından, yerel yatırımcılara tanınan serbestilere sahip olmak istemekte ve yatırımda bulunacağı piyasaların bilgi akışındaki şeffaflığa ve bilgi edinme maliyetlerine bakmaktadır. Piyasaların etkin çalışması, bütün bilgilerin herkese aynı zamanda ve eşit şekilde dağılmasıyla doğrudan bağlantılıdır. Sermaye piyasasında faaliyette bulunan kurumların finansal tablolarının bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetimden geçiriliyor olması ve bu alanda faaliyet gösterecek derecelendirme kuruluşlarının mevcudiyeti yerli ve yabancı sermayenin aradığı koşullardır. Piyasanın işleyişinde emniyet ve güvenilirliği sağlayıcı takas ve saklama merkezinin varlığı ve işlemlerin en kolay şekilde yürütülmesi sermaye piyasalarında yabancı portföy yatırımlarının oluşmasını sağlamaktadır.

Sermaye piyasalarında, gerek fon arz eden ve gerekse fon talep edenlerin ihtiyaçlarına cevap verebilecek farklı finansal hizmetlerin sunuluyor olması da yabancı sermaye girişlerinde teşvik edici ve özendirici etkenlerdir. Portföy yatırımlarında vadeli işlem sözleşmeleri, açığa satış ve kredili işlemler, menkul kıymet ödünç verip alma işlemleri, menkul kıymet mevduat sertifikaları, varlığa

dayalı menkul kıymetler ve oydan yoksun hisse senetlerinin piyasalarda bulunması, piyasa çeşitliliği ve derinliğini artırıcı özelliğindedir. Menkul kıymet piyasası hareketlerinde, hükümetlerin uyguladıkları para politikalarının ve faiz oranlarındaki değişikliklerin etkisi büyüktür. Çünkü, sermaye, düşük faizli ülkelerden yüksek faizli ülkeler yönüne kayma göstermektedir. Global piyasalarda uluslararası yatırımcıların stratejisi, ülkelerin değişen ekonomik, siyasi ve sosyal yapılarına göre belirlenmektedir.

Yeni ve hızla gelişen bir piyasa konumundaki Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerindeki etkinliğin sağlanması, ekonomik kalkınma bakımından ayrı bir önem ifade etmektedir. Türkiye'ye makro açıdan bakıldığında, serbest piyasa ekonomisine geçme süreci yaşayan Türk sermaye piyasasının yeni gelişen piyasalar paralelinde bir gelişme çizgisinde hareket ettiği görülmektedir. Sermaye hareketlerinde tam bir serbesti sağlayan ve yabancı sermayeyi teşvik edici ve özendirici çaba harcayan Türkiye'ye yabancı sermayenin gelmesinde engel durumlar genelde siyasi ve ekonomik sorunlardan kaynaklanmaktadır. Bugüne kadar Türkiye'deki yabancı portföy yatırımları, daha çok kısa süreli ve piyasa koşullarından doğan fırsatları değerlendirmek amacıyla yapılmış görüntüsünü vermektedir.

Türkiye'de yabancı portföy yatırımlarını özendirmek için toplam yabancı sermaye girişleri içerisindeki menkul kıymet yatırımlarının payı artırılmalıdır. Çünkü, uluslararası portföy yatırımlarında getiri-risk yaklaşımına göre ağırlıklı olarak menkul kıymet türlerinden hisse senedi tercih edilmektedir. Riske göre daha yüksek getiri sağlayacak portföy olanakları piyasalarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bu amaçla, tahvil ve hazine bonosu gibi sabit getirili menkul kıymet yatırım türüne gelecek yabancı sermaye, daha çok kısa süreli olmakta ve beklenen faydayı sağlamadan yine ülke dışına çıkabilmektedir.

Yabancı portföy yatırımlarını uzun süreli nitelikte ülkeye çekebilmek amaç olmalıdır. Bu bağlamda, yabancıların Türk menkul kıymet piyasalarındaki alım-satım işlemlerine ilişkin istatistiği veri ve bilgilerin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu gibi

kuruluşların yanı sıra İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından da sürekli olarak izlenmesi ve değerlendirilmesi, gerek Türk sermaye piyasasının gelişimi ve gerekse etkin yabancı sermaye kullanımı bakımından önem kazanmaktadır. Kısa süreli gelecek sıcak paranın ekonomiye olası olumsuz etkilerinin giderilebilmesi yönünde ekonomik ve politik önlemlerin zamanında alınabilmesi açısından, yabancı portföy yatırımlarının istatistiki kayıtları tutulmalı ve izlenmelidir.

Sermaye piyasasındaki kurumsallaşmayla birlikte; hukuki, teknik ve yönetsel yapının uluslararası standartlara ulaşması ve rekabet gücü kazanması, yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'ye daha fazla gelmesini sağlayacaktır. Küçük tasarruflara hizmet, risk-getiri optimizasyonu, piyasada likidite ve güven sağlama gibi önemli fonksiyonları olan yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasına etkin katılımı, Türkiye'nin uluslararası sermaye piyasalarında rekabet gücünü artırıcı rol oynayacaktır. Türk sermaye piyasasının yabancı portföy yatırımlarının da kazandıracağı ivme ile gelişmiş ülke piyasalarının seviyesine gelebilmesi, özelleştirme ve vergi politikalarıyla yakından ilgili olmaktadır. Özelleştirme girişimleri ile yabancı yatırımcının dikkatini çeken Türkiye, rekabetçi ortamın oluşturulmasına paralel vergi politikalarında da açıklığı sağlamalıdır.

Yabancı portföy yatırımlarının ülkeye getireceği katkılardan faydalanmak üzere öncelikle yapılması gereken, ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanmasıdır. Ekonomik ve siyasi politikalardaki tutarlılık ve süreklilik, yabancı portföy yatırımlarını kısa süreliden, uzun süreli olmasını sağlayacak ve yabancı sermayeden beklenen faydanın gerçekleşme potansiyelini güçlendirecektir. Türk sermaye piyasasının gereksinimi olan sermayenin, serbest piyasa koşulları çerçevesinde bütünleşen finansal piyasa ortamından temini ve rasyonel kullanımı, globalleşen ve etkileşen bir piyasa ile mümkün olacaktır.

KAYNAKLAR

KİTAPLAR

AKYÜZ, Yılmaz, HELD, Gunther “Finance of the Real Economy”, The United Nations University, World Institute for Development Economic Research, Chile, Eylül 1993

APAK, Sudi, “Sermaye Piyasası ve Borsa”, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1995

ARTUN, Tuncay, “Uluslararası Bankacılık Bunalımı ve Türkiye’de Serbest Faiz Politikası”, Birinci Basım, Tekin Yayınevi, İstanbul 1983

BAYRAKTAR, K. Sibel, “Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi”, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları No:1, 1994

BERK, Niyazi, “Finansal Yönetim”, Türkmen Kitabevi, 2. Baskı, İstanbul

BOLAK, Mehmet, “Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi”, Beta Basın Yayın Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1991

BULUTLUOĞLU, Kenan, “Türkiye’de Yabancı Sermaye”, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1990

ERDOĞAN,Erol,“Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli”,İstanbul,İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları,No:2,1994

KARSLI,Muharrem, “Türkiye Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler”,İstanbul,İrfan Yayımcılık ve Ticaret,İstanbul 1994

KAZGAN,Gülten,”Ekonomide Dışa Açık Büyüme”,İstanbul,1985,Altın Kitapları,s.32

PARASIZ,İlker,YILDIRIM,Kemal, “Uluslararası Finansman”,Ezgi Kitabevi Yayınları,Bursa,1994

SEYİDOĞLU,Halil, “Uluslararası İktisat,Teori Politika ve Uygulama”,11.baskı,Güzem Yayınları,İstanbul,1996

SHARPIO,Alan,”Foundations of Multinational Financial management”,Second Edition,USA,1995,s.486

MAKALELER

AKYÜZ, Yılmaz, "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme Latin Amerika Deneyimi", İşletme ve Finans, Sayı:96, Yıl 9, Mart 1994

ALTINTAŞ, Berra, M., "Kamu İktisadi Teşebbüslerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasalarına Etkileri", Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:8, Ankara, 1996, s.94

ARIMAN, Abdurrahman, "Türkiye'de Yabancı Yatırımcının Hissiyatı", Yabancı Sermaye Derneği Bülteni, Eylül 1996

BABAN, Semiha Ayşe, "Türkiye'de Yabancı Sermaye", TMMOB Makine Mühendisleri Odası, 1987 Sanayi Kongresi Bildirileri, 9-15 Kasım 1987, Ankara

BORATAV, Korkut, "Gelişme, Sanayileşme İkinci Plana Atıldı", İktisat Dergisi Özel Sayı: İktisadi Kriz ve Değişim Dinamikleri, Ağustos 1994, s.17-18

CANEVİ, Yavuz, "Bir Kez Daha Umutla", Yabancı Sermaye Derneği Bülteni, Temmuz 1996

CANEVİ, Yavuz, "Yabancı Sermaye Bu Ülke İçin Yararlıdır ve Artık Hükümetlerin Bunu Açıkça Söylemesinin Zamanıdır", Yabancı Sermaye Derneği Bülteni, Kasım 1996

CANEVİ, Yavuz, "1997'e Umutla Değil ama Mücadele Azmiyle Giriyoruz", Yabancı Sermaye Derneği Bülteni, Ocak 1997

CANEVİ, Yavuz, "1997 ve 1998 Yıllarının Toparlanma ve Yeni Bir İvme Kazanma Yılları Olacağı Beklentisi İle", Yabancı Sermaye Derneği Bülteni, Mart 1997

CANEVİ, Yavuz, "Yeni Bir Döneme Doğru", Yabancı Sermaye Derneği Bülteni, Mayıs-Haziran 1997

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı, "Developing Country Capital Structures and Emerging Stock Markets", The World Bank, Country Economics Department, WPS 933, July 1992, s.1-27

DOĞAN, Aykon, "Ekonomideki Karamsar Hava Dağılıyor", İktisat Dergisi Özel Sayı: İktisadi Kriz ve Değişim Dinamikleri, Ağustos 1994, s.10-11

GÜLTEKİN, M., PENATİ, N. "Capital Controls and International Capital Market Segmentation: The Evidence from the Japanese and American Stock Markets", The Journal of Finance, Vol.154, No:4, September 1989

KARACAN, Ali İhsan, "Özelleştirme İyileşme Sağlıyor mu?", Dünya Gazetesi, Eylül 1994, 16 Eylül 1994

OKTAR, Sulat, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye piyasalarının Büyümesi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı:5, Yıl:31, s.37-42, Mayıs 1994

SOYDEMİR, Selim "Sermaye Birikim, Kalkınma ve finansal Sistem", SPK-AGD Araştırma raporu, No:911, s.43

TMMOB, Makine Mühendisleri Odası, 1987 Sanayi Kongresi Bildirilei, 9-15 Kasım 1987, Ankara

UYANIK, Senan, "Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Devletin Rolü", Finans Dünyası, s.103-107, Nisan 1993

ÖZGEÇMİŞ

Devrim Kılıçoğlu, 5 Temmuz 1974’de İstanbul’da doğmuştur. İlköğrenimini İlhami Ahmed Örnekal İlkokulunda, orta ve lise eğitimini Kadıköy Anadolu Lisesi’nde dereceyle tamamlamıştır. Yüksek öğrenimine 1992 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği bölümünde başlamıştır. 1996 yılında “Anonim Şirketlerin Halka Açılma Mevzuatı” ile ilgili bitirme tezini vererek üniversiteden yedincilikle mezun olmuştur. Aynı yıl İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans eğitimine başlamıştır.

İş hayatına 1996 yılı temmuz ayında Koç Holding’e bağlı Ford Otosan A.Ş’de başlamıştır. Bu yıldan itibaren, Mali İşler Genel Müdürlüğü’ne bağlı Genel Muhasebe Müdürlüğü’ne uygulama mühendisi olarak çalışmaktadır.