

53252

STANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE'DEKİ YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İNCİ İSLAMOĞLU

Tezin Ensititüye Verildiği Tarih : 27 Mayıs 1996

Tezin Savunulduğu Tarih : 17 Haziran 1996

Tez Danışmanı

: Doç.Dr.Mehmet BOLAK

Diğer Jüri Üyeleri

: Prof.Dr.Niyazi BERK

: Yrd.Doç.Dr.Cemil ALBAYRAK

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

HAZİRAN 1996

ÖNSÖZ

Tez çalışmamda Türkiye'de yapılan Yabancı Sermaye Yatırımları ana başlığı altında. Genel olarak Yabancı Portföy Yatırımları ve Türkiye'ye yapılan Yabancı Portföy Yatırımları incelenmiş olup, bu yatırımların Türkiye'nin ekonomik yapısına etkilerine bakılmıştır.

Tezimin hazırlanması sırasında yardımlarını esirgemeyen danışman hocam Sn. Doç.Dr. Mehmet Bolak'a teşekkür ederim.

İSTANBUL, 1996

İNCİ İSLAMOĞLU
S 392026

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ

ÖZET.....	vii
SUMMARY	ix
BÖLÜM 1. GİRİŞ.....	1

BÖLÜM 2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ.....	3
2.1. Yabancı Sermaye Yatırımları Tanımları.....	3
2.1.1. Doğrudan Yatırımlar.....	3
2.1.2. Portföy Yatırımlar	3
2.2. Global Olarak Sermaye Piyasaları	5
2.2.1. Gelişmiş Piyasalar	6
2.2.2. Bölgesel Piyasalar.....	9
2.2.3. Uluslararası Finansal Piyasalar.....	9
2.2.4. Yeni ve Hızla Gelişmekte Olan Piyasalar.....	10
2.3. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler	11
2.3.1. Makro-Ekonomik Etkenler.....	11
2.3.1.1. Ödemeler Dengesi	13
2.3.1.2. Enflasyon, Kambiyo Kurları ve Faiz Oranları	14
2.3.1.3. Ekonomik Büyüme.....	14
2.3.2. Mikro-Ekonomik Faktörler	14
2.3.3. Sosyal Etkenler	15
2.4. Çift Yönlü Sermaye Akımlarının Ülke Ekonomilerine Etkileri	15
2.4.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkileri	15
2.4.2. Sermaye Piyasası Üzerinde Etkileri.....	16

BÖLÜM 3. ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI ANALİZİ..17

3.1. Uluslararası Portföy Yatırım Kararlarında Risk	
Faktörlerinin Gruplandırılması	17
3.1.1. Global Risk	18
3.1.2. Ülke Riski	18
3.1.3. Mikro-Ekonomik Risk.....	19
3.2. Uluslararası Yatırımlarda Portföy Yaklaşımı ve	
Fiyatlandırma Modeli	20
3.3. Uluslararası Portföy Yatırımlarına İlişkin Ampirik	
Değerlendirmeler	22

BÖLÜM 4. GELİŞEN SERMAYE PİYASALARINDA PORTFÖY

YATIRIMLARI	26
4.1. Gelişen Sermaye Piyasalarında Sermaye Yatırımları....	26
4.2. Gelişen Sermaye Piyasalarında Portföy Yatırımlarını	
Etkileyen Hususlar	28
4.2.1. Siyasi İstikrar	29
4.2.2. Hukuki Düzenlemeler.....	29
4.2.3. Ekonomi Politikalarında Serbestleşme	30
4.2.3.1. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon	30
4.2.3.1.1. Kambiyo ve Sermaye Kısıtlamalarının	
Kaldırılması.....	30
4.2.3.1.2. Finansal Piyasalardaki Serbestleştirme	31
4.2.3.1.3. Özelleştirme Çalışmaları.....	31
4.2.3.2. Makro-Ekonomik Dengelerde İstikrar Hedefleri	32
4.3. Yabancı Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan	
Ülkelere Etkileri	33

BÖLÜM 5. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA YABANCI PORTFÖY

YATIRIMLARINA İLİŞKİN HUKUKİ MEVZUAT	
5.1. Türk Sermaye Piyasası Gelişim Süreci	37
5.2. Sermaye Hareketlerine İlişkin Hukuki Çerçeve.....	38

5.2.1. Türkiye'deki Hukuki Çerçeve.....	38
5.2.1.1. Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'na İlişkin 32 Sayılı Karar	38
5.2.1.2. Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu.....	40
5.2.1.3. Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı	40
5.2.1.4. Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı Tebliği	41
5.2.1.5. Sermaye Piyasası Kanunu Ve Tebliği	41
5.2.2. Diğer Ülkelerdeki Hukuki Çerçeve.....	42
5.2.2.1. Ülkelerarası Hukuki Mevzuatın Kısaca Karşılaştırılması	43
5.3. Türkiye'deki Yabancı Sermayeyi Teşvik Edici Gelişmeler	45
5.3.1. Finansal Liberalizasyon	45
5.3.2. Özelleştirme	46
5.3.3. Vergi Politikaları	46
BÖLÜM 6 : PORTFÖY YATIRIMLARI AÇISINDAN GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDAN BİRİ OLAN TÜRKİYE'NİN DEĞERLENDİRİLMESİ	
6.1. Genel Ekonomik Performans	48
6.2. Ödemeler Dengesinde Uluslararası Sermaye Hareketleri	49
6.2.1. 1995 Yılı Ödemeler Dengesi.....	50
6.3. Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları	53
SONUÇLAR VE YORUMLAR	57
KAYNAKLAR.....	59
ÖZGEÇMİŞ	62

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1 : "Gelişmiş Ülkelere Yapılan Net Hisse Senedi Yatırımları"

Şekil 2.2. : " Gelişmekte Olan Ülkelere Yapılan Net Hisse Senedi Yatırımları"



TABLO LİSTESİ

- TABLO 2.1. "Dünyada Şirketlerin Toplam Piyasa Değerleri"**
- TABLO 3.1. " Ülke Riskleri"**
- TABLO 3.2. "1992-1993 Dönemi Haftalık Borsa Ortalama Getirileri ve Satandart Sapmaları"**
- TABLO 3.3. "Dünya Piyasası Etkin Portföy Bileşimi"**
- TABLO 4.1. "1981-1991 Yılları Arasında Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarının Aylık Getiri Oranları Arasındaki Korelasyon Katsayıları"**
- TABLO 4.2. "Hisse Senedi Fiyatları ve Net Yabancı Portföy Alım-Satım İşlemleri: Gelişmiş ve Gelişen Sermaye Piyasaları 1986-1993"**
- TABLO 4.3. "Gelişen Piyasalarının Performans Yüzdeleri"**
- TABLO 6.1. "1995 Yılı Ödemeler Dengesi"**
- TABLO 6.2. "Portföy Yatırımları"**
- TABLO 6.3. "Dışarıda Yerleşik Kişilerce Satın Alınan/Satılan Türk Menkul Kıymetleri"**

ÖZET

Son yıllarda hızla yaşanan globalleşme, ülkelerin sermaye piyasalarını da etkilemiş, bir çok ülkenin sermaye piyasalarının içiçe geçmesi sonucunu da beraberinde getirmiştir. Ülkelerin gelişmişlik düzeylerine, sosyo-politik, sosyo-ekonomik özelliklerine göre fon fazlası verenler ile fon açığı bulunanlar arasında kaynak transferleri büyük önem taşımaktadır.

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerdeki fon sahipleri, sermaye piyasası geliştirmekte olan ülkelerdeki menkul kıymetlerin, yüksek risk-yüksek getiri olanaklarından yararlanmak istemeleri yüzünden önemli bir kaynağın geliştirmekte olan sermaye piyasalarına yönelmesini sağlamıştır.

Modern Portföy Kuramının "Riskin minimum, getirinin maximum kılınması" olasılığının uluslararası anlamda daha da arttırılabileceğinin anlaşılmış olması, uluslararası sermaye yatırımlarının artmasında etken olmuştur. Uluslararası platformda temel işlevlerini yerine getirmeye başlayan borsamız, artık uluslararası finans merkezlerinde, güçlü alt yapısı ile dikkat çekmektedir. Bu bağlamda "Geliştirmekte Olan" kategorisinden çıkıp, "Gelişmiş Piyasası" statüsü kazanmaya adaydır.

Yurtdışında yerleşik kişilerin, Türkiye'deki menkul kıymet yatırımlarında 1989-1995 yılları arasında artışlar olmuştur. Ancak, dünyadaki toplam portföy yatırımları dikkate alındığında bu artış düşük seviyede kalmaktadır.

Bu çalışmada, geliştirmekte olan ülkelere yapılan yabancı portföy yatırımları incelenecek olup, özellikle ülkemizdeki durumu araştırılacaktır.

SUMMARY

THE ANALYSIS OF INDIRECT INVESTMENT IN TURKEY

International capital market have once again passed through an eventful period since the last report on capital markets surveillance in September 1994. The re-evaluation of prospects for emerging markets by foreign investors, which accompanied the cyclical upswing in industrial countries in 1994 gathering momentum in the aftermath of the Mexican crisis at the end of December.

One of the world's leading experts on foreign capital estimates that about 400 billion dollars' worth of foreign capital in today's terms is going to flow from the developed into the developing countries in the year 2020. That 400 billion will constitute fifty percent of total foreign capital investment in the world that year. This will only happen if the current high level of investment yield in the developing countries continues. Whether or not this forecast becomes reality depends on the developing countries recapturing, first, their productivity prior to the debt crisis and, second their figures regarding the share of foreign capital in their total investments.

As public corporations were privatized and tax rates lowered, extraordinary measures were implemented to prevent tax evasion, and a number of restrictions on business were eliminated and replaced by internationally accepted rules and regulations. As these things were being done, the governments of these countries also gave international circles guarantees that the reforms were not temporary but that the new policies were permanent owing to new can sensuses achieved in society.

Today, earnings increase on portfolios invested in the stocks of developed countries markets together with the stocks of emerging markets simultaneously, contrary to theory, risk decreases. Compared with a portfolio composed entirely of shares bought on American markets, a portfolio composed of twenty percent shares that have been purchased from developing country markets appears less risky. Even when the chunk of shares purchased from developing country markets is as large as 40 %, a lower-risk situation is still valid. This is a very meaningful fact of the era we are living in.

Until the decade of 1980 s, in which Turkey started the liberalization movement and opened up its economy to the outside world, there were less than a 100 foreign investors in Turkey, and the total amount of foreign investment was only 228 million American Dollars. That means very few companies did invest before 1980. This was the investment made in 26 years starting from 1954 in which the Law for Encouragement of Foreign investment was passed. Today, the total amount of foreign investment has exceeded 6 billion American Dollars, and the number of foreign investors is 2700.

Turkey has a special place among the developing countries, and offers more possibilities and potential than other Third World countries. The opening up of the ex-Soviet and East European economies to the outside world, and the developments concerning the Turkish Republics has further provided new possibilities and opportunities for Turkey, for its trade and investment activities.

- The Black Sea Economic Cooperation Zone Agreement has been signed.

- The negotiations conducted between Turkey and EFTA countries

have been concluded with the initiation of the Free Trade and cooperation Agreement.

- And Turkey is to complete the customs union with EU in 1995

These are new conditions that provide new opportunities in addition to classic advantages of Turkey as an investment base, and the government, with an amendment in the Foreign investment Framework Decree will free legislation, furthermore, and the necessity for permits for foreign credit and for licencing, know-how, technology and management agreements will be abolished.

The world's second best performing emerging stock market in 1993 registered huge dollar losses in 1994 due entirely to a 65 % devaluation in the Turkish Lira. Volatile money markets and political instability undermined foreign confidence in the lira, while efforts to reduce Turkey's current account, budget and trade deficits were not enough to change the negative investment mood. Share prices opened 1994 on a positive note in response to tax reforms introduced by Prime Minister Tansu Çiller in January. The reforms were expected to increase the number of type-A mutual funds, which are required to hold at least 25 % of their assets in equities. Expectations for good year-end earnings and fresh capital from foreign investors created a positive investment climate in the first half of January. By late January, interest rate worries became the dominant concern after two leading U.S credit rating agencies downgraded Turkey's foreign debt rating. Exchange rate worries triggered panic selling by both domestic and foreign institutional investors.

The Turkish market registered its worst monthly performance for 1994 in February amid heavy profit-taking and fear of a currency

devaluation. Çiller's three-month economic austerity program, announced in April, sent prices 33 % lower during the month. In May, high inflation and disappointing first quarter earnings reports prompted investors to move funds to government paper. But the downturn was short-lived after the constitutional court announced its initial position favoring a proposed privatization bill in June. As a result, investors acquired stocks with large government-held stakes and privatization candidates.

In August, news that the main opposition party had agreed to support the privatization program under certain conditions renewed hopes that the measure would ultimately be approved by the constitutional Court, which it did on September 8. At the end of August, the Turkish Government refinanced a large T-bill issued with a new T-bill carrying a very attractive rate. The high yield sparked equity selling, with investors liquidating nearly 365 million American Dollars in shares.

Emerging equity markets have long been characterized as having higher risks but also higher returns than developed equity markets. Since 1991, most investors in these markets have focused primarily on the high returns available; 1994 will be remembered for refocusing investor attention on the risks. This was a year in which many emerging markets experienced dramatic price swings and most markets ended the year at lower levels. Nonetheless, 1995 was also a year of substantial progress in emerging markets, with important advances made in their transaction efficiency, effectiveness as capital raising mechanism and in the introduction of sophisticated investment techniques.

Domestic events in individual emerging markets also impacted prices throughout the year with strong economic growth and continued political and economic reforms often counter balanced by political and economic crises. Mexico, for instance, which many investors viewed as having reached nearly "developed" status, witnessed both positive and negative political events during the year. The image of emerging markets was also tarnished in many international investors' minds by evidence of markets abuses in Russia, India, Turkey and China in 1994. Nonetheless, many emerging markets experienced quite strong returns in 1994 and were the best performing markets at the global level. At year end, out of the 20 best performing equity markets in the world, 19 were emerging markets. It is interesting to note that the leaders among these top markets were typically smaller, "pre-emerging" markets, most of which are not currently included in any of the leading indexes.

In addition to liquidity gains in many markets, there has been notable improvement in settlement in most emerging markets. The introduction of improved systems at the exchange, brokerage, and custody levels, has helped improve investor confidence in the integrity of these markets.

A variety of new and sophisticated instruments and techniques for emerging market investment were introduced or gained wider acceptance. For example, the use of indexation and other quantitative techniques for emerging markets grew rapidly. Volatility in underlying markets prompted investors to seek risk management vehicles and use these instruments to gain quick and efficient exposure to these markets. The use of derivatives on emerging market stocks now covers a full range of instruments, including listed index futures and options, options on individual stocks. In addition, a number of emerging markets, have or are

in the process of introducing, domestic equity derivative markets. It is expected that these developments will help enhance the liquidity and transparency of the underlying cash markets.

According to preliminary World Bank estimates of net long-term financial flows to developing countries, net portfolio equity flows of about 39.5 billion American Dollars were used to buy emerging market stocks in 1994.

As a conclusion, this thesis examines the events in emerging markets.



BÖLÜM 1. GİRİŞ

Piyasaların global anlamda etkinliği ve bütünleşmesi yirminci yüzyılın en önemli ekonomik gelişmelerinden birisidir. Ülkeler günümüzde, yerel piyasanın global piyasanın bir parçası olduğunun bilincinde hareket etmektedir. Bu bilinçle uluslararası sermaye hareketleri önem kazanmıştır.

1980 öncesi dönemde, ülkelerarası sermaye hareketleri, genel olarak banka kredileri, hükümetlerarası krediler ve özellikle doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmekteydi. 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, Fransa gibi geleneksel gelişmiş piyasalarda yoğunluk kazanmıştır. 1990 yılına doğru yeni kazanç fırsatlarını, gelişmekte olan ülkelere gören uluslararası yatırımcılar, gelişmekte olan piyasalara yönelmişlerdir.

Bir çok gelişmekte olan ülke piyasasının çok riskli olmasına rağmen yatırım tercihlerinde yer almaları, uluslararası yatırımların beklenen getiri-risk yaklaşımı ile değerlendirildiğini göstermektedir. Portföyün 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 konumunda olan Türkiye de global piyasa etkinleşmesi sürecinde yerini almaktadır. 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 gelişmelerle, yurt dışındaki yerleşik kişiler, Türkiye'de portföy oluşturabilmektedir. Yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye'deki menkul kıymet yatırımlarında 1989-1994 yılları arasında önemli artışlar kaydedilmiştir. Ancak bu artışlar dünyadaki toplam portföy yatırımları yanında, düşük seviyede kalmaktadır.

Bu çalışmada, yeni sermaye piyasalarına portföy yatırımları şeklinde yönelen uluslararası sermayeden Türkiye'ye düşen payın artırılması konusunda, her türlü etkenin araştırılması ve gelecekte neler yapılabileceği araştırılmıştır. Ayrıca,

- Türkiye de uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin kavramların anlaşılmasını sağlamak.

- Türkiye ekonomisine, gereksinim duyduğu sermayenin bir kısmının yabancı portföy yatırımları şeklinde kazandırılması için gerekli öncelikleri belirlemek.

- Yabancı portföy yatırımlarının Türkiye ekonomisini etkisini diğer gelişmekte olan ülke piyasalarını da dikkate alarak inceleyerek, Türkiye ekonomisinin yabancı portföy yatırımlarından fayda sağlaması ve Türk Sermaye Piyasasının global piyasalarla bütünleşmesi yönündeki gelişmeler değerlendirilmektedir.

Bölüm 2'de, uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin doğrudan ve portföy yatırımları kavramları anlatılmaktadır. Global olarak sermaye piyasaları tanıtarak, sermaye hareketlerinin yönünü etkileyen ekonomik, politik ve sosyal faktörler yine bu bölümde değerlendirilmektedir.

Bölüm 3'de uluslararası yatırım kararlarında portföy yaklaşımı, beklenen getiri-risk kavramları açıklanmaktadır.

Bölüm 4'te gelişen sermaye piyasalarındaki portföy yatırımları ele alınmaktadır. Ayrıca piyasalararası karşılaştırmalarada yer verilmektedir.

Bölüm 5'te, Türk Sermaye Piyasası'nın gelişim süreci, sermaye hareketlerine ilişkin hukuki çerçeve; gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bazılarındaki yabancı portföy yatırımlarına ilişkin hukuki düzenlemeler incelenmektedir. Ayrıca, Türkiye'de yabancı sermayeyi özendirici ve teşvik edici çalışmalardan; finansal liberalizasyon, özelleştirme ve vergi politikalarından bahsedilmektedir.

Bölüm 6'ta, yabancı yatırımcıların Türkiye'de portföy yatırım kararlarını etkileyen faktörlerden; dış borç yükü, enflasyon, büyüme hızı, bütçe açıklar gibi Türkiye'nin genel ekonomik performansından ve Türkiye'deki yabancı portföy yatırımlarından bahsedilmektedir.

Sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

BÖLÜM 2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Fon talep edenlerle fon arzedenlerin ülkelerarası para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler uluslararası özel sermaye akımlarıdır (SEYİDOĞLU (1993)). Tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonları uluslararası para piyasalarında mevduat olarak bankalara yatırmaları ve bankalarında bu kaynakları kredi olarak kullandırmaları 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.

2.1. YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI TANIMLARI

2.1.1. Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırım, firmaların merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelere bir firmayı satınalma, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlama ya da mevcut bir firmanın sermayesini arttırarak kendine bağlaması yoluyla yaptıkları yatırımlardır. Doğrudan yatırımlar, genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır.

2.1.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, bilgi edinebilme riski, kambiyo kuru 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 piyasalararası yapılabilir. Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin, o ülkenin sermaye piyasasında yabancılar tarafından ticaretinin yapılması uluslararası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında gerçekleşmesi piyasalararası işlemlere örnektir. Dünyada portföy yatırımlarının içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi yatırımlarının hacimlerinin ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşımdan faydalanılır:

1- Belirli bir süre itibarıyla toplam uluslararası hisse senedi alımları ile toplam uluslararası hisse senedi satışları arasındaki fark alınarak net yatırım miktarı bulunur. Net hisse senedi yatırımları fon ihraç eden ülkeler bazında nakit çıkışları ve fon ithal eden ülkeler bazında fonların nakit girişleri izlenerek iki şekilde hesaplanabilir. Nakit girişlerinin ve nakit çıkışlarının eşit olması beklenir.

2- Belirli bir süre itibarıyla alım ve satımlar toplanarak, uluslararası hisse senedi yatırımları global olarak izlenebilir. Fakat bu yöntemle sermayenin giriş ve çıkış yönleri gözlenemez.

Doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımlarının tanımlarını yaptıktan sonra, bu iki yatırım arasındaki farklar şöyle sıralanabilir:

1- Doğrudan yatırımlarda yatırımcı sermayesinin yanı sıra, makine donanımı ile nitelikli işgücü, işletmecilik bilgisi gibi üretimi artırıcı desteği sağlayabilir. Portföy yatırımlarında ise yatırımcının tek katkısı sermayesidir.

2- Doğrudan yatırımların tamamına yakını, çokuluslu şirketler tarafından yapılır.

3- Doğrudan yatırımlarda elde edilen gelirin transferi, yatırımın yapıldığı ülkedeki yabancı para transferi ile ilgili uygulamalar kapsamında gerçekleştirilir.

4- Doğrudan yatırımlarda yatırım ve üretim süreci, tamamen yatırımı yapan şirket tarafından kontrol edilir. Oysa uluslararası portföy yatırımlarında bir şirkete ait hisse senedi yada tahvillerin satın alınması, yatırımcıya şirketin yönetimine doğrudan katılma hakkı vermez. Genel kurulda oy verme hakkına sahip olmak, şirket yönetimini doğrudan kontrol etmek anlamına gelmemektedir.

2.2. Global Olarak Sermaye Piyasaları

Globalleşme, dünyadaki ekonomik unsurların tam bir serbesti ile dünya boyutunda belirlenmesidir. "Uluslararası Para" nın sağlanmasında hükümet ve bankaların etkisi; zamana, politik ortama ve finansal teknolojiye bağlı olarak değişim göstermektedir. Buna göre uluslararası para sistemi, ülkelerin birbirleriyle olan sermaye ve ticaret hareketlerini düzenlemekte, uluslararası parasal düzen ise bu sistemin yasal çerçevesini, düzenlemelerini ve uygulanma biçimini ifade etmektedir (MC. KINNON (1993)).

Globalleşme ile birlikte bir ülkede alınan ekonomik kararların sınır ötesi bir anlam ifade etmeye başlaması, bunun sonuçlarından etkilenen ülkelerin biraraya gelmelerini ve bölgeselleşme eğilimlerini hızlandırmaktadır. Yeni dünya düzeni üç önemli bölgesel entegrasyon üzerinde odaklanmaktadır. Bunlar; Avrupa Birliği, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Birliği ve Asya Pasifik Birliğidir.

1993 yılı, uluslararası finans piyasalarında entegrasyonun hızlandığı yıllardan biridir. Dünya sermaye piyasalarında hisse senetleri işlem gören şirketlerin sayısı 32.534 adete ulaşmıştır. Bu şirketlerin toplam piyasa değeri ise 14,1 trilyon ABD Dolarıdır (IFC EMERGING STOCK MARKETS (1994)). Tablo 2.1. de dünyadaki şirketlerin toplam piyasa değerlerinde yıllar itibariyle görülen artışlar gösterilmiştir.

Tablo 2.1 : Dünyada Şirketlerin Toplam Piyasa Değerleri
(milyar ABD Doları)

	1989	1990	1991	1992	1993
Gelişmekte olan ülkeler	738,1	611,7	851,5	956,9	1.636,1
Sanayileşmiş ülkeler	10.976,6	8.812,5	10.447,5	9.962,5	12.464,7
Dünya toplamı	11.713,7	9.424,2	11.298,9	10.919,4	14.100,8

KAYNAK : International Finance Corporation "Emerging Stock Markets Fact book 1994" Washington, DC., 1994, s.15

Dünyada net hisse senedi yatırımları gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkeler ayrımı yapıldığında, yatırımların tamamına yakın kısmı gelişmiş piyasalara yapılmıştır. Yatırımcıların toplam net hisse senedi yatırımları 1992 de 0,9 trilyon ABD Dolarından 1993 te 1,28 trilyon ABD Dolarına çıkmıştır. Bunun yaklaşık 1,1 trilyon ABD Doları tutarındaki kısmı Gelişmiş piyasalara, 0,2 trilyon ABD Doları tutarındaki kısmı ise geliştirmekte olan piyasalara yapılmıştır (COZZINI (1994), HOWELL (1994)).

2.2.1. Gelişmiş Piyasalar

Gelişmiş bir piyasada, finansal arz ve talepler en etkin şekilde finansal kuruluşlar tarafından karşılanır. Piyasaların işlemsel hacimleri, likidite, ürün çeşitliliği ve derinliği, piyasa giriş ve çıkışlarının bulunmayışı vb. kriterler gelişmiş piyasayı temsil eden özelliklerdir. ABD deki New York Borsası, Japonya'da Tokyo, İngiltere'de Londra Borsası gelişmiş sermaye piyasalarına örnektir.

Genel olarak, gelişmiş piyasaların organizasyonel yapısında aşağıdaki yönetsel faktörler dikkati çeker:

a- Ulusal bankalara, uluslararası piyasalarda faaliyette bulunabilme kolaylıklarının sağlanması,

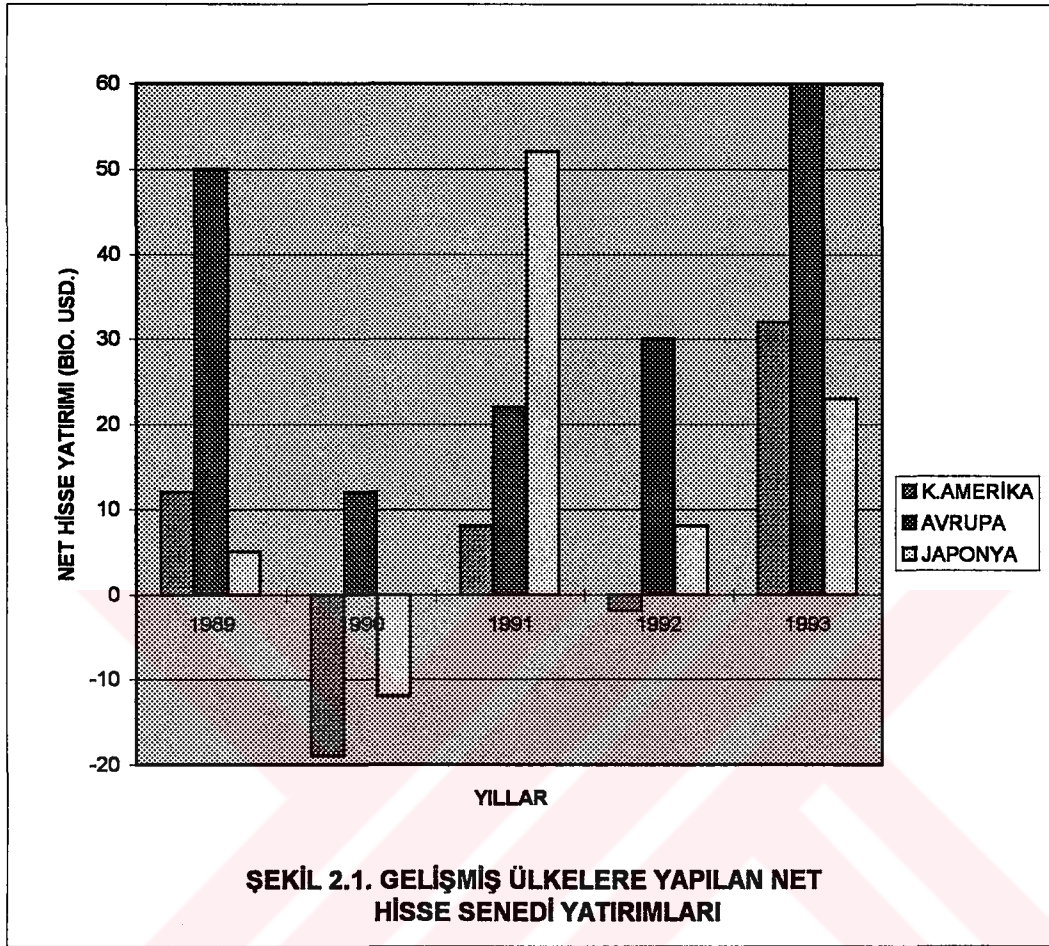
b- Uluslararası piyasalara girişlerde, yabancı bankalar ve aracı kurumlara, ulusal piyasalara girişte uygulanan düzenlemelerin getirilmesi,

c- Komisyon oranlarının pazarlıkla belirlenmesi.

Şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için menkul kıymet ihracı ve borç verme konularında, Kıta Avrupası'nda bankaların hakimiyeti 1980'li yılların sonuna dek sürmüştü.

Yıllar itibariyle gelişmiş piyasalara yapılan yatırımlar incelendiğinde en çok yatırımın Avrupa'ya yapıldığı görülmektedir (Şekil 2.1) Gelişmiş piyasalara yapılan yatırımlar, dünyada toplam net hisse senedi yatırımları içerisinde 1991'de % 79, 1992'de % 56 ve 1993 te % 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 kısmı ile Kuzey Amerika ülkelerine yapılan yatırımlar ve 20 milyar ABD Doları tutarındaki Japonya'ya yapılan yatırımlar izlemektedir.

1993'te ABD ekonomisinde bir canlanma yaşanmış, uygulanan düşük faiz politikasının etkisiyle, % 2,8 oranında büyüme sağlanmıştır. Aynı yıl Avrupa Birliği ülkelerindeki büyüme negatif olmuştur. ABD'deki büyüme dünya ekonomisindeki olumlu gelişmenin işareti olarak değerlendirilmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerindeki canlanma, gelişen ülkelere giden sermayenin önümüzdeki dönemde bu ülkelere geri dönmesine neden olabilir



KAYNAK : COZZINI, HOWELL, a.g.m.,5.6

2.2.2. Bölgesel Piyasalar

Coğrafi konumları itibariyle birbirlerine yakın olan ülkelerin izledikleri para ve sermaye politikaları çerçevesinde, sermaye piyasalarında bir entegrasyon oluşturmaları sonucunda oluşan piyasalar Bölgesel Piyasalardır. Bölgesel piyasalara örnek olarak Nordquote sistemi verilebilir. Bu sistem İskandinav ülkeleri arasında hisse senedi ticaretini arttırmanın yanısıra, yabancı yatırımcılara İskandinav ülkeleri piyasasını en iyi biçimde tanıtmaya amacını da taşımaktadır.

2.2.3. Uluslararası Finansal Piyasalar

Dünyada birçok finansal piyasa yabancı yatırımcılar için de işlem yapılması yaygın ve cazip konumdadır. Bu piyasalarda kolaylıkla hem yerli, hem yabancı yatırımcılar karşılaşır. En önemli uluslararası finansal merkezler New York, Tokyo ve Londra'dır. Bu piyasaların temel özelliği sermaye girişinde kısıtlamanın minimum olması ve politik dengesizliğin, yani ülke riskinin çok az seviyede olmasıdır.

Yerel piyasa dışında, yerel finansal araç kullanımı ile gelişen uluslararası nitelikli piyasalar "Euromarket" olarak tanımlanır. Euromarkets iki grupta incelenebilir.

a- Eurocurrency Piyasalar

Eurocurrency, belirlendiği ülke dışındaki bir banka mevduatında tutulan tam konvertible para birimlerini ifade eder (SHAPIRO (1991)). Eurocurrency Piyasalar, işlemlerini eurocurrency cinsinsinden gerçekleştiren ve uluslararası bankacılık faaliyetlerinde bulunan bankalar tarafından oluşturulmuştur. Bu piyasalar çoğunlukla kısa dönemli fon akımlarını kapsar. Bu piyasalarda işlemlerin büyük kısmı ABD Doları ile yapılmaktadır. Eurodolarların büyük kısmı Avrupa'da işlem görmektedir.

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

b- Eurobond Piyasası

Eurobond, belirlendiği para birimini kullanmayan ülkelerde satılan tahvillerdir. 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"lar bankalar aracılığıyla piyasaya sunulmaktadır. Bir bankanın yönetiminde oluşturulan banka gruplarına satış ve ihraç garantisi sağlanarak dünyanın her yerinde zaman farkı olmaksızın piyasaya arz edilirler. Bu piyasa işlemlerinin yarısından fazlası İsviçre Bankaları tarafından yapılmaktadır.

2.2.4. Yeni ve Hızla Gelişmekte Olan Piyasalar

Gelişmekte olan ülkeler, ödemeler dengesi açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi gibi sorunlarına çözüm arayışı içinde portföy yatırımlarını özendirici çalışmalar başlatmışlardır. Bu amaçla, gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasının yabancılara açılması ile ilgili kolaylıklar genişletilmeye ve faaliyet alanları yaygınlaştırmaya çalışılmaktadır. Özel sektörün finansman gereksinimlerinin dış borçlanma ve devlet sübvansiyonları yerine, hisse senetlerinin yabancılara satılması yoluyla karşılanabilmesi için, gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Bu uygulamalar yabancı yatırımcıya açılan piyasaların derinliğini arttırıcı etki yaratmıştır. Şekil 2.2'de gelişmekte olan ülkelere yapılan hisse senedi yatırımları incelendiğinde, 1993 te

toplam yatırımın bir önceki yıla göre yaklaşık iki kat arttığı gözlenmektedir.

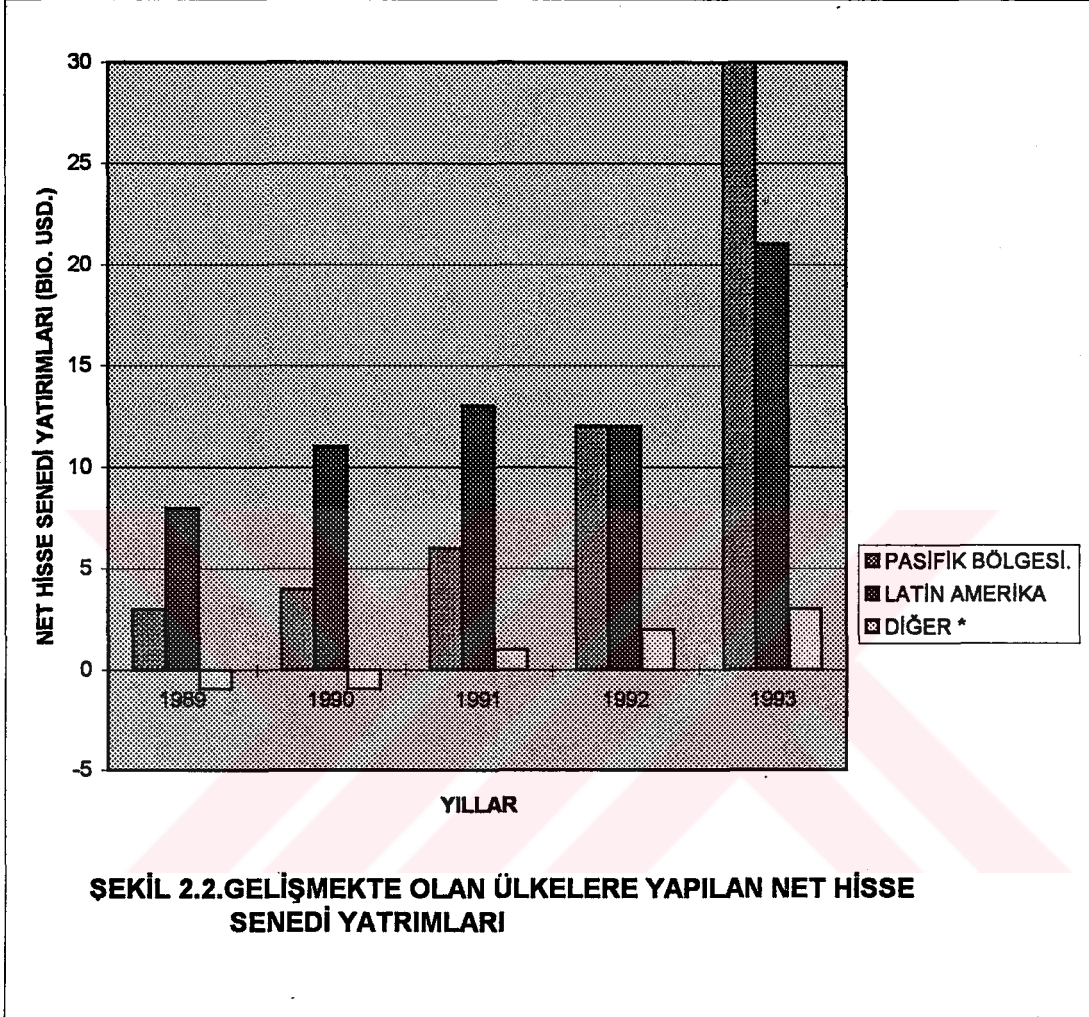
Son yıllarda sanayileşmiş batılı ülkelerin fonlarının gelişmekte olan piyasalara akmasında görülen bu artış, bu ülkelerin tasarruflarında, özellikle emeklilik ve yatırım fonlarındaki 1990'lı yılların başından itibaren meydana gelen hızlı artışa ve bu kuruluşların uluslararası yatırım yapmalarını kısıtlayıcı 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 bölgesinde yapıldığı gözlenmektedir (Şekil 2.2). Gelişmekte olan ülkelere 1992 de 14.060 olan toplam şirket sayısı 1993 te 14.742'ye çıkmıştır. Dünya toplamında 1992 de yaklaşık % 8 olan gelişmekte olan ülkelerin toplam piyasa değeri payı % 12'ye yükselmiştir.

2.3. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

2.3.1. Makro-Ekonomik Etkenler

Ülkelerin çeşitli sermaye kontrol tedbirlerine başvurmaları, ekonomi ve para politikaları doğrultusunda, sermayenin başka ülkelere kaçmasının yaratacağı olumsuz etkilerden kurtulmak içindir. Sermayenin dışa doğru açılımı; genelde yüksek enflasyona sahip ve yeterince güçlü para birimlerine sahip olmayan ülkelere daha güvenceli ve istikrarlı ekonomik yapıya sahip ülkeler lehine kaymaktadır.



KAYNAK : COZZINI, HOWELL, a.g.m., 5.6

* Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'daki gelişmekte olan piyasaları kapsamaktadır.

Sermaye kontrollerinin ekonomi politikalarındaki etkinliği kısa dönem için geçerlidir. Sıkı para politikası izleyen ÷lkelerde, ticari krediler ve doğrudan yatırımların göreceli olarak serbet olma durumunda ise, o ÷lke kişileri portföylerini başka ÷lkelere kaydırabilirler (GROS (1984)).

Ekonomide de toplam arz-talep dengesinin sağlanmasında klasik araçlar para ve maliye politikalarıdır. Uluslararası sermayenin çekilebilmesi için makro ekonomik politikaların, istikrarlı büyüme amacını gütmesi gerekmektedir. Ekonomik hedef, enflasyonu düşük düzeyde tutmak ve istikrarlı döviz kurudur. Böylece yabancı yatırımcının yerel piyasalardan elde ettiği gelirlerin aşınması önlenabilir. İhracattaki artış, ekonomik büyümeye bağlı olarak hisse başına temettüdeki artış, döviz kurları ve fiyatlarda istikrarı, hedefleyen politikalara ve özelleştirmenin dolaylı olarak kamu maliyesinde sağladığı denge ile makro ekonomik istikrar uluslararası sermaye akımlarını cezbetmektedir.

2.3.1.1. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi, belli bir zaman aralığı içerisindeki, genellikle bir yıllık süre kapsamında, bir ÷lkede yerleşik kişilerle, diğer tüm ÷lkelerdeki yerleşik kişiler arasında meydana gelen ekonomik faaliyetler sonucunda doğan, fon akımını gösteren bir hesaptır. ÷lke ekonomilerindeki kaynaklar ve varlıklar ödemeler dengesi hesabına göre kaynak ve kullanımlar biçiminde gerçekleşir. Örneğin, yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye'de menkul kıymet portföy yatırımı yapmaları, Türkiye açısından bir kaynaktır ve ödemeler dengesini olumlu yönde etkiler.

Bir ÷lkenin dış ödemeler bilançosunda denge veya dengesizlik, o ÷lkenin uluslararası ödeme gücündeki iyileşme ya da bozulmaları gösterir. Ödemeler bilançosunun açık vermesi, ÷lkenin bir döviz

darboğazı içinde bulunması, gümrük tarifelerini yükseltmek. kambiyo denetimine başvurmak gibi uygulamaları gündeme getirebilir. Ev sahibi ülke, dış ödeme sıkıntıları nedeniyle ülkedeki yabancı yatırımcıların fonlarını bloke etme ya da kar transferlerini engelleme yoluna gidebilir. Ödemeler Bilançosu fazla veren ülkelerin, paraları döviz piyasalarında değer kazanır. Açık veren ülkelerin paraları ise değer kaybeder.

2.3.1.2. Enflasyon, Kambiyo Kurları ve Faiz Oranları

Etkin portföy yatırımlarının oluşturulmasında ön koşul, ulusal paraların konvertible olmasıdır. Bir ülkede enflasyondaki hızlı artışlar ve ekonomik belirsizlikler yerli olduğu kadar, yabancı yatırımcılar içinde istenmeyen bir durumdur. Döviz kuru riski, anlaşma yapılan kimselere ödeme yapılmaması, ihtiyat oluşturulmaması ve yerel para konvertib değilse devalüasyon riskini içerir. Kambiyo kontrolleri, yabancı kaynaklardan özsermaye yatırımlarının sınırlandırılması, yabancı kredi ve faizlerin geri ödenmesi ve elde edilmesinde, kar transferlerinde ve projelerde yabancı yatırım miktarının kısıtlanması olarak ortaya çıkar. Yabancı sermaye, ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından etkilenmektedir. Faiz oranları yükseldiğinde sermaye girişi artmakta, düşmesi halinde ise ülkeden sermaye ihracı hızlanmaktadır.

2.3.1.3. Ekonomik Büyüme

Sermaye, hızla büyüyen, gelişen piyasalara akar. Daha yüksek büyüme daha yüksek getiri demektir. Bugün uluslararası yatırımlardaki amaç, gelişen ülkelerin potansiyel büyümelerinin paylaşılmasıdır.

2.3.2. Mikro-Ekonomik Faktörler

Gelişen ülkelerde büyük firmalar istikrarlı bir iş ve sosyal çevrede büyümektedir. Piyasaların serbestleştirilmesi, iç ve dış

rekabet, iş alanlarına giriş ve çıkışın serbest olması gelişmekte olan ülkelerde, büyük şirketlerin geleceğini farklılaştırabilir. Gelişen ülkelerdeki dışa açılmış büyük firmalar, uluslararası entegre olmuş firmalardır. Bu firmaların nakit akımları, entegre oldukları ülkelerdeki firmalarla benzerdir. Beklenen gelir ve risk çeşitlendirmesi temelinde daha küçük ölçekli, gelişen ülke firmaları tercih edilmektedir.

Yabancı yatırımcı için yatırım yapılan ülkedeki şirket ortaklıklarının sınırlandırılması ve belli endüstrilerdeki şirketlere yatırım yapılmasına izin verilmemesi gibi uygulamalar sorun yaratmaktadır. Finansal maliyetlerin yüksekliği, yönetsel ve kültürel farklılıklar yabancı sermayeyi engelleyen unsurlardır.

2.3.3. Sosyal Etkiler

Ekonomik ve politik etkenler doğrudan ülkelerin borç yükümlülüklerini etkiler. Sosyal etkenler ise, ülkelerin politik ve ekonomik yapısını, tercihlerini etkiler. Sermaye hareketlerinde dolaylı olarak ağırlığını hissettirir. Bir ülkenin sosyal istikrarı; nüfus yoğunluğu, eğitim düzeyi, demografik denge, etnik ve dini yapı, gelir dağılımı gibi unsurlarla ölçülür. Eğer, sosyal yapı istikrarlı ise sermaye yatırımlarında dikkate alınan ülke riski değerlendirmelerinde, ülke riski düşük çıkacağından, yatırım kararı da pozitif yönde olacaktır. Yabancı yatırımcı açısından önemli olan diğer bir nokta ise, ülkenin hukuk ve adalet sisteminin işleyiş etkinliğidir.

2.4. Çift Yönlü Sermaye Akımlarının Ülke Ekonomilerine Etkileri

2.4.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkiler

Uluslararası sermaye hareketleri ekonomik gelişmenin önemli bir aracı durumundadır ve gelişen ülkelerin ekonomik büyümelerinde

önemli bir finansman desteği yaratır. Yabancı sermaye, hem getirdiği sermaye, hem de yatırımdan elde ettiği karları yeniden yatırıma dönüştürerek, gittiği ülkenin sermaye birikimini arttırır. Getirilen dövizin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı arttırıcı etkiler sağlaması, sermaye ithalatçısı ülkenin ödemeler dengesini pozitif yönde etkiler. Yabancı sermaye, yerli ekonomiye dinamizm kazandırır, iç rekabeti arttırır. Yarattığı istihdam olanakları ile işsizliği çözmede katkı da bulunur.

Makro-ekonomik dengesizlikler içindeki bir ekonomide yabancı sermaye girişini özendirici uygulamalar, eğer bütçe açıkları kronik bir hal almışsa, bütçe açıklarının devamına neden olabilir. Hükümetler, cari işlemler açığını kapatmak için yabancı sermaye girişini özendirirler. Örneğin, ülkemizde olduğu gibi, sıcak para girişini arttırmak amacıyla döviz kurlarındaki artış enflasyondaki artışın gerisinde, faiz oranları ise üzerinde tutulmaktadır. Bunun sonucu olarak ihracat engellenmekte, ithalat artmakta ve ülkenin kendi imkanlarının ötesinde ithalatı teşvik ederek ,cari işlemler açıklarını büyötmektedir. Bu da makro-ekonomik istikrarsızlığı derinleştirmektedir.

2.4.2. Sermaye Piyasası Üzerinde Etkiler

Yabancı sermaye girişi, bir ülkenin sermaye piyasalarını canlandırıcı bir rol oynar. Gelişen ölkelerin gerçekleştirdiği özelleştirmelerde, hisse senedi arzının üçtebiri uluslararası yatırımcılar tarafından karşılanır.

Uluslararası yatırımcıların portföy yatırımları ile yerel piyasalarda yaptıkları alımlar, hisse senedi fiyatlarını arttırmakta, yerel yatırımcının da ilgisinin bu piyasalarda yoğunlaşmasına sebep olmaktadır. Uluslararası yatırımcılar nakit aktarımında ne kadar aktif olurlarsa, dünya piyasalarındaki hisse senedi fiyatları da o kadar yükselmektedir. Bu durum, yabancı portföy yatırımcılarının menkul kıymet satış yapmaları veya piyasadan çekilmeleri durumunda fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir.

BÖLÜM 3. ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI ANALİZİ

3.1. Uluslararası Portföy Yatırım Kararlarında Risk Faktörlerinin Gruplandırılması

Uluslararası yatırımların yatırımcılara sunacağı kazançlarda meydana gelebilecek farklılaşmalar toplam risk faktörünü ifade eder. Toplam yatırım riski, yatırımın türüne göre değişmektedir. Yatırım riski; yatırım yapılacak sektöre, bölgeye ve yatırımcının tercihlerine göre farklılaşmaktadır. Uluslararası yatırımlarda risk 3 ana grupta toplanır.

- Global risk
- Ülke riski
- Sektör ve firma riskliliği.

Portföy yaklaşımı ile finans teorisinde ise risk 2 ye ayrılmaktadır :

- Sistematik risk
- Sistematik olmayan risk.

Sistematik risk, aynı pazarda bulunan her bir finansal varlığın sahip olacağı pazar riskini ifade eder. Dünya piyasası için düşünüldüğünde dünya konjonktürel riski sistematik risktir. En iyi oluşturulmuş uluslararası portföy bile en azından global olaylara karşı duyarlı olacaktır. Uluslararası yatırımlarda sistematik olmayan risk kavramı ile ülke riski ve firma riski toplamı dikkate alınır.

Bir firmanın yönetiminden kaynaklanan başarısızlık sistematik olmayan riske girer.

3.1.1. Global Risk

Dünya piyasalarını geniş kapsamda etkileyen her türlü olay global riski oluşturur. 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 belirtilebilir.

3.1.2. Ülke Riski

Uluslararası yatırım analizlerinde en önemli konulardan birisi ülke politik ve ekonomik riskliliğinin belirlenmesidir. Shapiro, ülke riskliliğini incelemek üzere 4 kıstas belirtmektedir:

1- Fiskal Risk : Devlet bütçe açıklarının brüt milli üretime oranıdır

2- Kontrollü Döviz Kuru Sistemi : Sıkı kambiyo kurları ve devaluasyon tehdidi, sermayenin dışarı kaçmasına sebep olabilir.

3- Üretken Olmayan Devlet Harcamaları : Dış borca bağımlı büyüme gösteren bir ülkenin de ülke riski artmaktadır.

4- Ülke Kaynakları : Bir ülkenin doğal, finansal ve işgücü kaynaklarının yetersizliği ve etkin kullanılamaması da ülke riskini arttırıcı yöndedir.

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

Tablo 3.1. Ülke Riskleri

ÜLKE	Risk Sıralama Eylül 1993	Risk Sıralama Mart 1993	Kredi Derecesi Eylül 1993	BERI Sıralaması
İsviçre	1	1	92	82
Japonya	2	2	91,7	78
ABD	4	5	89,2	71
Singapur	11	12	80,9	78
Tayvan	14	13	78,1	80
İtalya	18	18	73,5	48
Güney Kore	21	21	68,9	59
Hong Kong	24	24	66,1	-
Meksika	41	41	45,6	46
Türkiye	42	40	45,1	51
Güney Afrika	50	45	38,2	46
Arjantin	55	58	32,6	40

KAYNAK : Eylül 1993, Mart 1993 risk sıralamaları ve kredi derceleri için bkz
institution Investor, March 1994, s.120

Ülke riski araştırması yatırım analizlerinde politik riskin iki yönlü araştırılmasından birincisi olarak kabul edilmektedir. İkinci yön mikro yaklaşımdır. Buna göre, ülke politik riskinin her bir firmayı aynı dercede etkilemeyeceği varsayılır. Politik istikrarın sağlandığı ve serbest piyasa ekonomisinin olduğu piyasalarda ekonomik büyümenin de reel anlamda sağlanması, bu piyasaları yatırıma uygun hale getirmektedir.

3.1.3. Mikro-Ekonomik Risk

Uluslararası yatırımcı sermayesine göre önce hangi ülkelere yatırım yapacağına karar verir, daha sonra her bir ülke için hangi firmalara yatırım yapmanın uygun olabileceğini portföyüne göre

saptar. Mikro risk ve ülke riski birlikte uluslararası portföyün sistematik olmayan bölümünün belirlenmesinde rol oynar. Dış ülkelerdeki yatırım riski doğrudan döviz paritelerindeki değişimlerle ilişki içindedir.

3.2. Uluslararası Yatırımlarda Portföy Yaklaşımı ve Fiyatlandırma Modeli

Uluslararası yatırımlarda farklı yatırım fırsatları arasında seçim yapmak üzere, uluslararası rasyonel bir yatırımcı 2 yönlü tercih yapabilir. Birincisi, aynı beklenen getirileri sağlayacak yatırımlardan riski daha düşük olanın; ikincisi de aynı risk değerlerine sahip olanlardan getirisi daha yüksek beklenenin tercih edilmesidir. Bu yaklaşım Markowitz tarafından Modern Portföy Teorisi ile 1952 de sunulmuştur.

Markowitz'in Modern Portföy Teorisi'ne göre "beklenen getiri-getiri varyansı" kuralına uygun yapılacak portföy seçimi ile yatırımcı beklentileri ve davranışı arasında ilişki kurulmaktadır. Bu teoride, varlıklar arasındaki ilişkileri dikkate almaksızın yapılacak basit çeşitlendirmeye nazaran, riski daha düşük portföyler elde etmek mümkündür.

Beklenen Getiri-Risk.

Bir yatırımcının belirli bir finansal varlıktan belirli bir dönemde edinebileceği kazanç, getiri olarak tanımlanmaktadır. Bir hisse senedinin belirli bir dönemdeki getirisi şöyle formüle edilebilir:

$$R = \frac{P_2 - P_1 + d - c - v - b}{P_1}$$

R = 1. dönemden 2. döneme getiri oranı

P_1 = Dönem başı fiyat

P_2 = Dönem sonu kapanış veya 2. dönem başı açılış fiyatı (sermaye arttırımı olmaması durumunda)

d = Dönem içi elde edilen kar payı

c = Alım-satım işlemleri maliyeti

v = Sermaye kazancı ve temettüye karşılık vergi,

b = Bilgi edinme maliyeti.

Dönem boyunca hisse senedinin P_1 fiyatından P_2 fiyatına değişmesine etken olan faktörler genel olarak, dünya konjonktürü, ülke ekonomik-politik durumu, bulunan piyasanın etkinliği ve firmaya özel koşullardır. Bu aşamada, fiyatlandırmayı yapan veya yatırımı gerçekleştiren kişilerin davranışları da fiyatlandırma ve getiriye belirleyen unsurların başındadır. Gerçekleşen fiyatlar ile getiri hesabı tamamen belirtilen dönem için nominal değerleri gösterir. Uluslararası anlamda değerlendirme yapıldığında, farklı ülkelerde oluşan getiri değerlerini karşılaştırmak için ortak pariteler kullanılması gerekir. Bunun için en uygun metod tek fiyat teorisine göre satın alma gücü paritesidir. Bu durumda şu eşitlik yazılabilir (SHAPIRO, (1994)).

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

R_s : Finansal varlığın ABD Doları bazında getiri oranı

e : Yerel para biriminin döviz karşısında değer değişimi

R : Yerel piyasa getiri oranı

Bir yatırımcı için getiriden çok faydayı maximum kılmak önem kazanmaktadır. Yatırımcının bir dönem sonunda elde etmek istediği getiriyi rasyonel olarak tahminlemesine dayalı hesaplanacak getiriler de beklenen getiriyi ifade eder. Beklenen getiri en basit ifadeyle

aritmetik ortalama ile hesaplanır. Uluslararası anlamda pazar riskini ifade etmek üzere yeni bir global piyasa faktörü kullanılabilir. Uluslararası oluşturulmuş bir portföy için pazar riskinin ölçüsü tüm piyasaları içerebilecek bir dünya endeksi olabilecektir. Ayrıca döviz riskinin de dikkate alınması gerekir. Bu nedenle portföy getirileri ortak para birimi kullanılarak hesaplanabilir (ORAL (1994)).

Uluslararası portföy yatırımlarında analiz yapmak üzere izlenecek metod aşağıdaki gibi verilebilir:

- 1- Yatırım yapılma olasılığı olan tüm piyasaların genel olarak işlem kolaylıklarının kalitatif ve kantitatif olarak belirlenmesi.
- 2- Piyasa fiyat etkinlik seviyesinin belirlenmesi
- 3- Farklı ülkelerde yatırım yapılacağından, döviz kurlarına ilişkin veri setinin hazırlanması
- 4- Riski minimum olabilecek finansal yatırımların belirlenmesi.
- 5- Global olarak piyasaları temsil edecek bir piyasa endeksinin belirlenmesi.
- 6- Riskten korunma yollarının uygun piyasalar seçilerek araştırılması.

3.3. Uluslararası Portföy Yatırımlarına İlişkin Ampirik Değerlendirmeler

Uluslararası yatırım analizi yapmak üzere genellikle ilk adım, ele alınacak piyasaların getiri risk değerlerinin kabaca karşılaştırılmasıdır. Aşağıdaki Tablo 3.2. de 1992-93 yıllarını kapsayan 19 ülke borsası için haftalık getiri ve risk değerleri verilmektedir (ORAL (1994)).

Tablo 3.2 : 1992-1993 Dönemi Haftalık Borsa Ortalama Getirileri
ve Standart Sapmaları (ABD Doları cinsinden)

BORSALAR	ORTALAMA HAFTALIK GETİRİ	STANDART SAPMA (RİSK)
NYSE	0.001269	0.0119
AMEX	0.001606	0.0127
NASDAQ	0.0025411	0.0191
HONG KONG	0.0103641	0.0372
SİNGAPUR	0.004870	0.0222
JOHANNES	0.004826	0.0754
MADRID	-0.00060	0.0283
MEKSİKA	0.00655	0.0483
TORONTO	0.00055	0.0161
NIKKEL	-0.00274	0.0445
TOPIX	-0.00017	0.0452
LONDRA	0.00118	0.02477
FRANKFURT	0.00244	0.0225
PARİS	0.00162	0.0277
MİLANO	0.00129	0.07072
AMSTERDAM	0.00267	0.0200
STOOLHOM	0.00036	0.0294
BRÜKSEL	0.00182	0.0211
AVUSTRALYA	0.0013	0.0246
İSTANBUL	0.00661	0.0635

Kaynak : ERDOĞAN. Oral, İ.M.K.B. Araştırma Yayınları, No : 2, s.41

Yukarıdaki tabloya bakıldığında uluslararası sermaye piyasaları ve işlem hacmi bakımından dikkate alındığında 3 finansal merkezin piyasalarda hakimiyeti görülmektedir. Bu merkezler New York, Londra ve Tokyo piyasalarıdır. Yine Tablo 3.2. ye bakıldığında, ortalama haftalık getirisi karşılaştırmalı olarak yüksek olan borsalar Hong Kong, Singapur, Meksika ve İstanbul'dur. Ancak, aynı ülkeler daha fazla standart sapma göstermektedirler.

En önemli yatırımcı ülkeler ABD, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa olmak üzere, bu ülkelerin emekli sandığı fonları, yatırım fonları ve sigorta şirketleri fonları olmaktadır. (CROS Border Investment Services in the 1990's (1994)).

Gerek bu kurumsal yatırımcılar ve gerekse bireysel yatırımcılar belirledikleri bir portföy yatırım Stratejisine göre hisse senedi, tahvil, fon ve vadeli işlem araçlarının (Forward, Futures vb) uluslararası piyasalarda alım satım işlemlerini gerçekleştirirler. İlk aşamada mümkün olan tüm piyasaların portföy içinde değerlendirilmesi belirlenmiş dünya piyasası etkin portföy bileşimi verilmektedir (IBBOTSON (1985)).

Tablo 3.3 : Dünya Piyasası Etkin Portföy Bileşimi

ABD Gayri Menkul	% 26	ABD Nakit Para	% 4,8
Yabancı Ülke Tahvilleri	% 13,8	Asya Hises Senetleri	% 4,8
ABD Hisse Senedi	% 13,4	ABD İşletme Gayri Menkul	% 4,7
ABD Tahvilleri	% 12,7	Avrupa Hisse Senetleri	% 3,5
Kıymetli Metal	% 6,7	Diğer Hisse Senetleri	% 1,4
ABD Çiftçi Gayri Menkul	% 4,9	Döviz Nakit ve "Crossborder"	% 3,3

KAYNAK : IBBOTSON, Roger ve Diğerleri "World Wealth : Market Values & Returns" Journal of Portfolio Management.

Yukarıdaki dağılımda, yatırımların daha çok Amerikan finansal araçlarına yapıldığı görülmektedir. Portföye göre yabancı hisse senedi ve tahvillere % 25 pay ayrılabilceği önerilmektedir.

Uluslararası portföy oluşturma doğrudan firmaların getirilerinin dikkate alınmasıyla yapılabileceği gibi; öncelikle portföye alınacak ülke borsalarının endekslerinin kullanılmasıyla da tahmin yapılabilir.

NYSE : % 21, hong Kong : % 8, Singapur : % 10, Meksika : % 5, Frankfurt : % 9, Amsterdam : % 15, Avustralya : % 1 ve İstanbul : % 5. (Portföyün haftalık beklenen getirisi % 0,33 ve risk % 0,108 dir.)

Yukarıdaki portföy paylarından da görüleceği üzere, optimum uluslararası portföyde gelişmekte olan ülkelerde yer vermek uygun olmaktadır.

Özetle, uluslararası yatırımlarda döviz riskine karşı korunma yöntemlerinin kullanılmasıyla, uluslararası tüm piyasaları dikkate alarak gerçekleştirilmesi etkin getiri olanaklarını arttıracaktır. Gelişen piyasalarda yerel para biriminin çok değer kaybetmesi ve aynı zamanda çok değişkenlik göstermesi yatırımcılar tarafından bilinmektedir. Gelişmiş piyasalarda ise, döviz değer değişimleri ile piyasa getirileri arasında anlamlı bir ilişki gösterdiğinden, uluslararası yatırımcılar bu piyasalarda daha güvenle yatırım yaparlar.

BÖLÜM 4. GELİŞEN SERMAYE PİYASALARINDA PORTFÖY YATIRIMLARI

4.1. Gelişen Sermaye Piyasalarında Sermaye Yatırımları

Son yıllarda gelişen sermaye piyasalarına yoğun bir sermaye akımı olmuştur. Yabancı yatırımcılar 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 tanımlarına göre, bir hisse senedi piyasası sadece o ülkenin kişi başına düşen gayri safi milli hasılasının 7.910 ABD Dolarının altında olması durumunda, gelişen hisse senedi piyasası olarak kabul edilmektedir. Gelişen tahvil piyasaları ise, borçlanan ülkenin kredi derecesine göre değerlendirilir (Union Bank of Switzerland, Group Economic Research (1994)).

1989 ve 1993 yılları arasında toplam portföy yatırımı on kat artmıştır. Uluslararası tahvil ihraçları düştükten sonra, 1989'da 2 milyar ABD Doları iken, 1993 te 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 milyara çıkmıştır. Uluslararası piyasalarda yapılan sermaye ihraçları ise, 1993 te 7 milyar ABD Dolarına yükselmiştir. Gelişen hisse senedi piyasalarının değeri dünya borsaları toplamının piyasa değerlerinin % 5-6 sı kadardır. 1988-1993 arasında yabancı yatırımcılar yatırım yaptıkları gelişen hisse senedi

piyasalarından ABD Doları bazında % 32 getiri elde etmelerine karşılık, gelişmiş hisse senedi piyasalarına yaptıkları yatırımlardan % 6,4 oranında bir getiri sağlamıştır. 1993 sonu itibariyle yabancı yatırımcılar 186,4 milyar ABD Dolarlık gelişen menkul kıymet piyasalarının hisse senetlerini ellerinde tutmaktadır. (HOWELL, COZZINI (1994)).

1994 yılı ilk beş ay sonunda, International Finance Corporation bileşik Endeksi % 12 artış göstermiştir. Aynı dönemde Avrupa ve Ortadoğu Bölgeleri % 40'lık, Latin Amerika % 1'lik, Asya % 16'lık düşüş yaşamıştır (GROUP ECONOMIC RESEARCH (1994)). 1994'te piyasalardaki bu düşüşe rağmen, gelişen hisse senedi piyasaları 1990 sonundan itibaren ABD Doları bazında ortalama yıllık % 21 getiri sağlamıştır. Gelişmiş hisse senedi piyasalarının geliri ise % 9 olmuştur.

Gelişen sermaye piyasaları, gelişmiş piyasalara nazaran daha sıgırdır. Bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi gelişmiş piyasalara göre daha azdır. Büyük miktarda alım-satım emirleri geldiğinde, gelişen sermaye piyasalarının derinliği fazla olmadığından, fiyat hareketlerinde ani iniş ve çıkışlar yaşanabilir. Ulusal piyasalarda olabilecek herhangi bir değişiklik, bu piyasaları önemli ölçüde etkileyebilir. Ekonomik istikrarsızlıklar da, dalgalanmalara neden olmaktadır.

Gelişmiş piyasalarla, gelişmekte olan piyasalar arası korelasyon katsayısının göreceli olarak düşük olması, portföy çeşitlendirilmesine imkan vermektedir. Tablo 4.1'de gelişen ve gelişmiş sermaye piyasaları arasındaki korelasyon katsayıları verilmektedir.

Tablo 4.1 : 1981-1994 Yılları Arasında Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarının Aylık Getiri Oranları Arasındaki Korelasyon Katsayıları.

	ABD	JAPONYA	İNGİLTERE
Japonya	0.290		
İngiltere	0.650	0.435	
Gelişen sermaye piyasaları	0.292	0.131	0.387

KAYNAK : HAUSER, Shmuel, MATİTYAHU- Marcus, YABRI "Investing in Emerging Stock Markets.

Getiri korelasyonlarına bakılarak, gelişmekte olan ülkelerle yeni gelişen piyasalar arasındaki bütünleşme düzeyi hakkında yorum yapmak mümkündür. Örneğin ABD'nin İngiltere Piyasası ile arasındaki ilişki katsayısı 0,65 iken, gelişmekte olan piyasalar ile 0,29'dur. Düşük korelasyon katsayıları uluslararası portföy çeşitlendirmede, portföye gelişen sermaye piyasalarının katılmasıyla çok büyük kazançlar sağlama potansiyeli vermektedir. Böylece portföyün hem getirisi yükselmekte, hem de riski azalmaktadır.

Yabancı yatırımcılar gelişen sermaye piyasalarını yüksek getiri, büyüme potansiyeli, portföy çeşitlemesi ve göreceli olarak ucuz hisse senetleri fiyatlarından kaynaklanan avantajları değerlendirmek için tercih etmektedirler.

4.2. Gelişen Sermaye Piyasalarında Portföy Yatırımlarını Etkileyen Hususlar

Yatırımcılar gelişen sermaye piyasalarında portföy yatırımı yapmadan önce, siyasi istikrar, hukuki düzenlemeler ve ekonomi politikalarındaki serbestleşme unsurlarını gözönüne alırlar.

4.2.1. Siyasi İstikrar

Yabancı yatırımcılar, gelişen sermaye piyasalarına yatırım yaparlarken, yatırım yaptıkları ülkelerin siyasi yapısına istikrarlılığına bakarlar. Çünkü, yatırım kararında üstlenmek zorunda kalacakları ülke riski ülkenin ve içinde bulunulan bölgenin ekonomik, siyasi ve sosyal risklerinin bir bütünüdür. Siyasi istikrarsızlık, yabancı sermayeye güvensizlik ortamı ifade edeceğinden, sermaye, başka istikrarlı siyasi yapıya sahip ülkelere kaçır. Yüksek vergi uygulamaları, yatırım oranına ilişkin sınırlamalar ve transfer kısıtlamaları yabancı yatırımcıları olumsuz etkiler. Sık sık iktidar değişimleri de ilgili ülkeye olan uluslararası güveni azaltır. Örneğin Meksika'da yabancı yatırımların düzenli bir şekilde artmasının temel nedenlerinden biri de, aynı partinin yıllardan beri iktidar olması ve istikrar ortamını devam ettirebilmesidir.

4.2.2. Hukuki Düzenlemeler

Uluslararası piyasalarla bütünleşmekte olan yeni piyasalar hukuki yapılarını geliştirmiş piyasaların hukuki düzenlemeleriyle uyumlu hale getirmelidir. Özellikle finansal aracı kurumların uluslararası piyasalarda faaliyet göstermelerine ilişkin uygulamada var olan kısıtlamaların kaldırılması, piyasaların bütünleşmesinde önemli rol oynamaktadır. Böylelikle, uluslararası yatırımcılar kendi ülkelerindeki herhangi bir aracı kurum vasıtasıyla dış yatırımlara yönelebilmektedir.

Piyasa etkinliğinin sağlanması amacıyla getirilen düzenlemeler ana hatlarıyla; işlem standartlarında gelişmiş piyasalara uyum, muhasebe sistemlerinde açıklık, bilginin en kısa sürede ve doğru dağılımı gibi konulardır.

4.2.3. Ekonomi Politikalarında Serbestleşme

Ekonomik politikalarındaki serbestleştirmenin sonucunda gelişmekte olan ülkelerde, net özel yabancı yatırım 1986 da 20 milyar ABD Doları iken, 1993 te 120 milyara yükselmiştir. (Group Economic Research (1994)). Bu yatırımların önemli kısmı KİT'lerin özelleştirilmesinden sağlanmıştır.

4.2.3.1. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon

Gelişen sermaye piyasaları uluslararası piyasalarla bütünleşme ve yakınlaşmaya yöneldikçe, uluslararası yatırımcıları daha fazla çekecektir. Bu entegrasyonun gerçekleşebilmesi için Kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının kaldırılması, finansal piyasalarda serbestleştirmeye gidilmesi ve özelleştirme yoluyla sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliğinin artırılması gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkeler özellikle bölgesel ekonomik bütünleşmeyle entegrasyona doğru adım atmaktadırlar.

4.2.3.1.1. Kambiyo ve Sermaye Kısıtlamalarının Kaldırılması

Ülke ekonomisinin dışa açılmasında kullanılan para biriminin tam konvertible olması önem taşımaktadır. Ancak hükümetler, mali politikaları gereği, Merkez Bankası aracılığıyla kambiyo işlemlerine müdahale etmektedirler.

Uluslararası yatırımcılar bakımından kambiyo düzenlemeleri yabancı portföy yatırımlarındaki döviz riskinin analiz edilmesinde önem kazanır. Gelişmekte olan ülkeler kambiyo kısıtlamalarının ötesinde sermaye giriş ve çıkışlarındaki her türlü kısıtlamaları kaldırmaktadır. Meksika'da 1989'da yabancıların borsadan doğrudan hisse senedi almalarına izin veren yasanın çıkarılmasını takiben, 3 yıl içerisinde hisse senedi alımları 7 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Aynı dönemde Brezilya ve Arjantin yabancı sermayeyi özendirmek amacıyla sermaye kısıtlamalarını kaldırmaya başlamışlardır.

1980'lerde Dünya Bankası'nın hesaplamalarına göre gelişen ülkelere, gelişmekte olan ülkelere yılda 100 milyar ABD Dolar sermaye aktarılırken, bu rakam 1990'larda 700 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. Gelişen ülkelere gelişmiş ülkelere sermaye transferi olmasının asıl nedeni, kendi ülkelerindeki yatırımcıların, yatırımlarını güvensizliklerinden dolayı dışarı çıkarmalarıdır.

4.2.3.1.2. Finansal Piyasalardaki Serbestleştirme

Hükümetlerin serbestleştirme programları, hisse senedi talebini arttırmakta ve gelişmekte olan piyasaları daha derin ve likit bir piyasa haline dönüştürmektedir.

Uluslararası piyasalara entegrasyonun sağladığı faydalar yanında, üstlenilmek zorunda olunan maliyetler de vardır.

Kapalı bir sistemden açık bir sisteme geçiş, ekonomik açıdan artan bir duyarlılığı beraberinde getirir. Makro ekonomik dengelerde meydana gelen herhangi bir kriz durumunda sermaye ve kambiyo kısıtlamaları kontrol aracı olarak kullanılamayacağından, ülkeler serbestleşmeye gitmeden önce ekonomik istikrar sağlama çalışmalarını tamamlamalıdır.

4.2.3.1.3. Özelleştirme Çalışmaları

Kamu İktisadi teşekküllerinin özelleştirilmesi, hisse senetlerinin uluslararası dağılımını arttırıcı bir etki yaratabilir. Amacına uygun, doğru bir özelleştirme, rekabeti ve etkinliği arttırır, sermaye piyasalarında likidite sağlar. Özelleştirmenin nedeni, ekonomide doğru teşvikler oluşması için güçlü bir özel sektör yaratmaktır. Ekonomi dışı açılınca, verimsiz sanayiye koruyan yüksek gümrük duvarları kalkar ve aynı şekilde teşvik görünümündeki krediler azalır. Gümrük tarifelerinin indirilmesi sonucunda malların serbestçe alınıp satılması, ekonominin özelleştirilmesi ve entegrasyonu açısından önemlidir (TÜSİAD (1993)).

Özelleştirme öncesinde kamu kuruluşlarında ne şekilde iyileştirmelere gidileceğinin belirlenmesi gerekir. İstikrarsız bir ortamda özelleştirmeye gitmek güçtür. Özelleştirme sonucunda elde edilen finansal kaynakların, daha sonra kullanım şekli de ayrı bir önem taşır. Meksika özelleştirmeden elde ettiği gelirleri cari harcamalarda kullanmak yerine; iç borç miktarını azaltarak, faiz oranlarının indirilmesi ve bütçedeki faiz yükünün azaltılması yönünde istikrarlı bir politika takip etmiştir (TÜSİAD (1993)).

Latin Amerika'da, özellikle Arjantin ve Meksika'da gerçekleştirilen özelleştirmeler, uluslararası pazarlanabilir hisse senedi arzını arttırarak, dolaylı olarak mali dengeyi düzeltme ve ülkelerin makro-ekonomik istikrarlarını destekleyici bir katkı sağlamıştır.

Özelleştirmede bir başka iyi örnek te Şili'dir. Şili'de özelleştirme süreci, devlet mülkiyetinin yoğun olduğu bir ortamda başlatılmıştır. Özelleştirmede devletin halkın da desteğini alması gerekir. Şili'de makro-ekonomik politikalarda istikrarı sağlayıcı önlemler alınmış ve bu doğrultuda "Özel Emeklilik Fon Sistemi" oluşturulmuştur. Böylece, sosyal güvenlik sistemindeki devlet tekeli kırılmış, insanların serbest piyasa mekanizması içerisinde tasarruflarını değerlendirme imkanı sağlanmıştır. Yeni vergi düzenlemeleri getirilmiştir. Düşük oranlarda vergi uygulamaları, şirketlerin belirli bir süre içerisinde öz sermayelerini oluşturma ve arttırmaları yönünde etkili olmuştur. Böylece bireylerle birlikte şirketlerin de tasarruf yapma imkanları arttırılmıştır (TÜSİAD (1994)).

4.2.3.2. Makro - Ekonomik Dengelerde İstikrar Hedefleri

Gelişen sermaye piyasalarında yabancı sermaye yatırımlarını arttırmak için istikrarlı, büyüme yanlısı makro-ekonomik politikalar izlenilmesi son derece önemlidir. Bu politikalarda amaç, düşük enflasyon ve istikrarlı bir döviz kurunu sağlamaktır. İstikrarı

sağlamanın ilk adımlarından biri mali açıkların kapatılmasını sağlamaktır. Bunun için birinci yol, harcamaları kısmak ve gelirleri arttırmaktır.

Ekonominin daha verimli olmasında piyasayı düzenleyen, ihracatın artmasını sağlayan dinamikler, özelleştirme gibi yapısal değişimlerdeki başarıya bağlıdır.

Latin Amerika'da döviz kurları ve fiyatlarının dengede tutulması için uygulanan istikrar programları yabancıların hisse senedi piyasalarındaki işlemlerini arttırmaktadır. 1987 de Meksika ve Şili'de uygulanan istikrar programları enflasyon ve bütçe açığını düşürücü ve döviz kurunu istikrara kavuşturucu bir etki yapmıştır.

Latin Amerika ülkelerinden Arjantin'de mali politikaların uygulanmasında; pesonun sürekli değer kaybını önlemek amacıyla konvertibiliteye geçilmiştir. 1 Amerikan Doları 1 Pesoya eşitlenmiştir. Merkez Bankası Rezervleri iki yıldan az bir süre içinde 2 milyar Amerikan Doları seviyesinden 12 milyar Amerikan Doları seviyesine ulaşmıştır. Cari mevduat hesapları da aynı sürede 2 milyar Amerikan Dolarından 12,5 milyar seviyesine çıkmıştır. Bu sürede ithalat artmış olmasına rağmen, ihracatta azalma görülmüştür. İstikrarlı ekonomi ve para politikaları sonucunda, enflasyon tek haneli rakamlara düşürülmüştür.

4.3. Yabancı Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri

Yabancı portföy yatırımları, yeni gelişen ülkeye borçlanma yoluna gitmeden ihtiyaç duyduğu fonları sağlama olanağı verir. Borçlanmanın getireceği faiz yükünün çok fazla olması nedeniyle; yabancı portföy yatırımlarıyla sağlanan fonlar, ödemeler dengesine olumlu katkı sağlamaktadır. Bu fonlar ülke ekonomisinde ucuz bir finans kaynağıdır.

Tablo 4.2. Hisse Senedi Fiyatları ve Net Yabancı Portföy Alım-Satım İşlemleri :
Gelişmiş ve Gelişen Sermaye Piyasaları. 1986-1993

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Ort.
GELİŞMİŞ PİYASALAR									
Net Yabancı Alım	38.6	10.6	29.4	76.5	-10.0	84.9	30.7	107.2	46.0
(Milyar Amerikan Doları)									
Hisse Senedi Getirileri	39.0	15.0	21.4	15.1	-19.3	16.5	-7.7	19.7	12.5
GELİŞEN PİYASALAR									
Net Yabancı Alım	3.3	5.9	3.5	10.1	13.2	15.8	22.5	52.0	15.8
(Milyar Amerikan Doları)									
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.

Tablo 4.2'de, gelişmiş ve gelişen sermaye piyasalarındaki uluslararası sermaye hareketlerini ölçmek için, net yabancı portföy alımı ile hisse senedi fiyatları arasında korelasyon araştırması yapılmıştır. (COZZINI, HOWELL, (1994)). Bu analize göre, gelişen sermaye piyasalarına yapılan her 1 milyar dolarlık yabancı yatırımının hisse senedi fiyatlarını % 1.4 oranında; gelişmiş sermaye piyasalarında ise yatırılan her 1 milyar doların, hisse senedi fiyatlarını % 0.3 oranında arttırmaktadır. Analiz sonuçlarına göre, fiyat hareketlerinde yabancı sermayenin etkin rol oynadığı söylenebilir.

Yeni gelişen ülkelere yapılan yoğun yabancı sermaye yatırımları ilgili ülkelerin makro-ekonomik politikalarının uygulanmasını güçleştirici sorunlara sebep olabilmektedir. Yabancı portföy yatırımları, ülkelerin döviz rezervlerinde yoğun bir baskı yaratabilmektedir. Uluslararası yatırımcılar, sahip oldukları menkul kıymetleri büyük miktarda satıp, elde ettikleri geliri ülkelere geri transfer edebilmektedir. Bu hareket döviz rezervlerinin azalmasına yol açabilmektedir. Sabit döviz kuru oynamaları yerine, değişken döviz kur politikası uygulamaları bu tür sorun ve baskıları hafifletebilir. Yabancı sermaye hareketlerinin kısa vadeli, spekülâtif amaçlara yönelik olması sıcak para olarak adlandırılan sermaye faiz çıkışlarını hızlandırmaktadır. Bir başka deyişle, sıcak para, faiz hareketi ve kur beklentisine bağlı olarak ülkere girip çıkmaktadır.

Tablo 4.3: Gelişen Piyasaların Performans Yüzdeleri

(Amerikan Doları Bazında)

ÜLKE	1993 YILI	31.12.93–31.03.94	31.12.93–01.10.94
1. Polonya	717.9	7.7	-35.4
2. Türkiye	213.7	-54.7	-45.7
3. Filipinler	133.2	-15.7	-2.3
4. Zimbabve	122.3	30.2	23.6
5. Endonezya	109.1	-19.7	-5.2
6. Malezya	99.3	-25.9	-8.8
7. Tayland	97.0	-25.7	86.1
8. Brezilya	91.3	37.4	16.5
9. Tayvan	86.9	-13.9	16.5
10. Arjantin	67.3	-9.7	3.7

Kaynak : The Economist, October 1, 1994, s.124, International Finance Corporation "Emerging Stock Markets Factbook 1994". Washington D.C., 1994, S.12.

Tablo 4.3'e bakıldığında, 1994 yılında sermaye piyasalarında endeks bazında genel olarak bir düşüş yaşanmıştır. Türkiye'ye bakıldığında 6.9.1994 itibariyle 31.12.1993 tarihine göre % 45,7 oranında bir düşüş görülmektedir. Aynı dönemlerde Filipinler, Endonezya ve Malezya'da da endex bazında düşüş yaşanmıştır. Brezilya, Tayvan ve Arjantin'de ise endex bazında önemli artışlar görülmektedir. Bu artışlarda, bu ülkelerde yapılmış olan özelleştirme uygulamalarının payı büyüktür. Türkiye'de özelleştirme çalışmalarının ciddi bir şekilde ele alınması gerekmektedir.

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

Sonuç olarak, gelişen ülkeler yabancı portföy yatırımlarını arttırmadan önce, yapısal değişiklikleri gözden geçirmeli ve olası zararları iyice inceledikten sonra, yapısal ve teknik düzenlemelere gitmelidir. Yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomisine beklenen faydayı sağlaması yönünde hukuki, ekonomik, politik düzenleme ve politikalarda tutarlı ve istikrarlı davranış içinde olmak son derece önemlidir.

BÖLÜM 5 : TÜRK SERMAYE PİYASASI'NDA YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARINA İLİŞKİN HUKUKİ MEVZUAT

5.1. Türk Sermaye Piyasası Gelişim Süreci

Türk Sermaye Piyasası, yapılan hukuki düzenlemeler ve piyasalarda yaşanan yapısal değişikliklerin etkisiyle son yıllarda hızlı bir değişim ve gelişim sürecine girmiştir. 1980'li yıllarda başlayan ekonomik liberalizasyon programıyla birlikte Türk Sermaye Piyasası, dünya piyasaları içinde yeni ve hızla gelişen bir piyasa konumuna gelmiştir. 1980'li yıllarda yapılan yabancı sermayenin girişini teşvik edici düzenlemeler, açık piyasa işlemleri, kur politikaları, bankalararası para piyasalarının kurulması ile birlikte serbest piyasa mekanizmasının yerleştirilmesine yönelik genel ekonomik politikalar, sermaye piyasasının gelişiminde etkili olmuştur.

1981-1986 yılları arası, sermaye piyasasının alt yapısının oluşturulmasına yönelik çalışmalara başlanmıştır. Bu dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş, aracı kurumlar düzenlenmiş, gerekli muhasebe standartları yürürlüğe konmuştur.

1990-1991 yılları, gerek birinci el piyasalarda verilen ihraç izinleri, gerekse ikinci el piyasalarda ve özellikle İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki işlem hacmi miktarı ve endex düzeyi açısından parlak bir dönem olmuştur.

1981 tarih 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun değişen koşullar içerisinde yeniden ele alınması zorunluluğu ile 13 Mayıs 1992'de 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapılmasına dair kanun yayınlanmıştır. Bu kanun ile birlikte, piyasanın kendi dinamiğinin harekete geçirilmesi, kamuyu aydınlatma, şeffaf bir piyasa ortamı sağlanması, ekonomik suçlara

karşı gereken önlemlerin alınması, yeni finansal araç türleri ile yatırım alternatiflerinin geliştirilmesi ve sermaye piyasasını cazip hale getirebilecek olanaklar belirlenmiştir.

Çeşitli portföy yapılarına sahipden kuruluşların yatırımcılara hizmet sunuyor olması, gelişen piyasalar arasında yatırım yapma tercihini o ülke lehine değiştirecektir. Türk Sermaye Piyasası'nda kurumsal yatırımcıların katılımı çok zayıftır. Yatırım fonu kurma yetkisi bankaların yanı sıra aracı kurum, sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kurumlarına da tanınmıştır. Sigorta şirketleri ve emekli sandıklarının, hisse senedi ve A tipi yatırım fonlarına ait katılma belgeleri alım-satımından elde ettikleri kazançlar 1997 sonuna kadar kurumlar vergisi'nden muaf tutularak, hisse senedi piyasası desteklenmiştir.

5.2. Sermaye Hareketlerine İlişkin Hukuki Çerçeve

Kambiyo rejiminde, Nisan 1990 yılında, Türkiye'nin Uluslararası Para Fonu ile yaptığı anlaşma sonucunda, Türk Lirasının konvertibilitesi kabul edilmiştir. Uzun yıllar kambiyo kontrolleri uygulayan Türkiye için bu düzenlemeler büyük bir atılım niteliğindedir.

5.2.1. Türkiye'deki Hukuki Çerçeve

5.2.1.1. Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'na İlişkin 32 Sayılı Karar

32 sayılı kararın birinci bölümünde; Türk parası ve Türk parasını temsil eden belgelerin ithal ve ihracı; ithalata ve ihracata; görünmeyen kalemlere ilişkin düzenleyici ve sınırlayıcı esasların bu karar çerçevesinde belirleneceği bildirilmiştir. (md.1).

Kararın 2. maddesinde "yurtiçinde ve yurtdışında yerleşik kişi" tanımlaması yapılmış ve menkul kıymetler kapsamına giren belgeler açıklanmıştır. Sermaye ve para piyasalarında işlem görmekte olan her

çeşit yabancı menkul kıymetler ve yatırım fonları menkul kıymetler sınıfına dahil edilmiştir. (md.2/c) Sermaye piyasaları ile ilgili olarak yine menkul kıymetler dışında kalan ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen araçlarda, diğer sermaye piyasası araçları olarak ifade edilmektedir. (md. 2/s).

32 sayılı karar, uluslararası portföy yatırımları konusunda serbesti sağlamaktadır. Kararın 15. maddesi a bendi, sermaye piyasası araçları ile menkul kıymetler kapsamındaki hisse senetleri, tahvil, hazine bonosu, yatırım fonlarının Türkiye'ye giriş ve çıkışlarını serbest bırakmaktadır. Türkiye'de yerleşik kişilerce menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurtdışında serbestçe ihracı, arz ve satış işlemleri yapılabilecektir. (md. 15/b) Aynı şekilde, yurt dışında yerleşik olan gerçek ve tüzel kişiler de, Türkiye'de menkul kıymet ve sermaye piyasası araçlarını ihraç edebilecekleri gibi, bu kıymet ve araçların halka arz ve satışlarına ilişkin işlemler, yerleşik kişiler için geçerli olan sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde yapabileceklerdir. (md. 15/c) Menkul kıymetlerden sağlanan gelirler ile satış bedelleri yurt dışında yerleşik kişiler tarafından, yurtdışındaki herhangi bir ülkeye bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla kolayca transfer edilebilecektir. (md. 15/d (i)).

Aynı şekilde Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar, özel finans kurumları ve aracı kurumların aracılık hizmetlerini kullanarak, yurtdışındaki finansal piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin alım-satım işlemlerini yapabilmekte ve bu kıymetlere ilişkin alış bedellerini yurtdışına çıkarabilmektedir. (md. 15/d (ii)).

Yurt içinde ve yurtdışında yerleşik kişiler adına menkul kıymet alım-satım işlemlerini yürüten bankalar, aracı kurumlar, bu işlemlerle ilgili olarak 3 er aylık dönemler halinde Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na bildirmek zorundadır. Bankalar ve özel finans kurumları, yurtdışına yaptıkları transfer işlemlerinde, 50.000 Amerikan dolarına kadar miktar için herhangi bir bildirimde bulunmak zorunda değildirler. Ancak, bu miktar aşıldığında, transfer

işlem tarihinden itibaren 30 gün içinde Maliye Bakanlığı'nca tespit edilen resmi kuruluşlara bildirimde bulunmak zorundadırlar. (md.4/e) Sermaye ve para piyasalarında işlem görmekte olan her çeşitli yabancı menkul kıymetler ve yatırım fonları menkul kıymetler sınıfına dahil edilmiştir. (md. 2/c) Sermaye piyasaları ile ilgili olarak yine menkul kıymetler dışında kalan ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen araçlar da, diğer sermaye piyasası araçları olarak ifade edilmektedir. (md. 2/s)

Yurtiçi ve yurtdışında yerleşik kişiler, 5000 Amerikan Dolarına kadar herhangi bir para cinsine beraberlerinde yurtdışına çıkarabilirler, yada yurtdışından getirebilirler.

5.2.1.2. Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu

Yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesini özendirmek ve teşvik etmek amacıyla yapılan yasal düzenlemeler 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na dayanır. Bu Kanun'un 5. maddesinin a bendine göre, yabancıların ellerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin karı, hisse senedine ilişkin temettü tutarı transfer edilmek istendiğinde, transfer zamanında cari resmi kambiyo kurundan, geldiği ülkenin para birimine çevrilerek transfer edilebilecektir. Aynı maddenin b bendinde ise nama yazılı hisse senetlerinin ve muvakkat makbuzlarının hem Türkiye içinde, hem de yurtdışında her tabiyetten kişiler tarafından serbestçe dolaşım hakkının olduğu belirtilmektedir.

5.2.1.3. Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı

1986 yılında yürürlüğe giren Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı, 6224 Sayılı Yabancı Sermaye Teşvik Kanunu ve 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanun kapsamında yabancı sermaye ile ilgili izin esaslarını içermektedir. Çerçeve kararına göre, beyancı kişi ve kuruluşların Türkiye'deki şirketlerin hisselerinin alım-satım işlemleri ile yabancı sermaye kuruluşlarının tasfiye ve birleşme işlemlerinin incelenmesi ve karara bağlanmasında, Devlet

Planlama Teşkilatı yetkilidir. Kambiyo mevzuatına göre, yabancıların Türk menkul kıymetlerini alım ve satım işlemlerini 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na göre tescil ettirmeleri gerekmektedir. (md.4/e) Yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşların satınaldıkları nama yazılı hisse senetlerinin Devlet Planlama Teşkilatı tarafından garanti şerhi verilmek suretiyle yurtdışına transfer işlemleri yapılır. (md.4/f)

5.2.1.4. Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı Tebliği

Bu tebliğ, verilecek yabancı sermaye izinleri ile ilgili esasları belirler. Buna göre, yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşlar, Türkiye'de faaliyette bulunan şirketlere ortak olmak veya hisse senetlerini almak için DPT'nin istediği bilgi ve belgelerle birlikte Devlet Planlama Teşkilatı, Yabancı Sermaye Dairesi Başkanlığı'na müracaat etmeleri gerekmektedir. Yabancı kişi ve kuruluşlar hisselerine tekabül eden kar ve temettüden zorunlu vergiler düşüldükten sonra kalan miktarı, gerekli belgeleri göstermek şartıyla yurtdışına transfer edebilirler.

5.2.1.5. Sermaye Piyasası Kanunu ve Tebliğleri

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tebliğlerinde; Türk parasının Kıymetini Koruma Mevzuatı çerçevesinde; yurt içinde ve dışındaki yerleşik kişilerin, Türkiye'de veya yurtdışındaki finansal piyasalarda menkul kıymetlere ilişkin yapmış oldukları alım-satım işlemlerine ait bilgilerin yer alacağı tablolara ilişkin esaslar belirlenmiştir. Bankalar ve aracı kurumlar verecekleri bilgileri bu tebliğde belirlenmiş olan esaslar çerçevesinde tablolataştıracak ve Sermaye Piyasası Kurulu'na göndereceklerdir. Aylık dönemler itibarıyla düzenlenecek işlemlere ilişkin bilgiler, işlemlerin gerçekleştiği ayı izleyen 7 gün içinde Kurul'a bir yazı ile gönderilecektir. Dışarıda yerleşik kişilerce menkul kıymet işlemlerine ilişkin Kurul'a gönderilmesi gereken işlemlere ilişkin bilgiler şunlardır :

- Sermaye piyasası aracının türü,

- Kurumsal veya bireysel müşteri niteliği, kullanılan para birimi
- İhraççı kuruluşun ünvanı
- Alış veya satış işlemlerinin nominal değerleri; alış ve satış değerleri
- İşlem yapılan yurtdışı piyasalardaki aracı kuruluş.

Kurul'un "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ"inde ise hisse senetleri borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar için belirlenen şekil ve esaslar düzenlenmiştir.

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmekte olan ortaklıkların Yönetim Kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür yardımcıları ve sermayenin % 10'undan fazlasına sahip ortaklardan herhangi birinin, ortaklığın hisse senedi alış veya satışları toplamının sermayenin % 1 ise ulaşması durumunda, işlemleri yapan kişiler, izleyen ayın ilk haftası içinde, alınan veya satılan hisse senetlerinin miktarı, fiyatı ve işlem tarihlerini Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na bildirir.

Bu hükümlerden amaçlanan, piyasanın fiyat istikrarını bozabilecek ve yatırımcının zarar görmesine yol açacak koşulların engellenmesidir.

5.2.2. Diğer Ülkelerdeki Hukuki Çerçeve

Bugün birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetlerle ilgili hukuki düzenlemeleri, bu ülkelerin Maliye Bakanlıkları tarafından yürütülmektedir. Ayrıca bu ülkelerin çoğunun Sermaye Piyasalarına ilişkin ayrı yasaları bulunmaktadır. Menkul Kıymet Piyasaları, ilgili bakanlığa bağlı Sermaye Piyasası Kurulu gibi düzenleyici bir kuruluş tarafından yönetilmektedir. (CHUPPE (1992), ATKIN (1992)).

5.2.2.1. Ülkelerarası Hukuki Mevzuatın Kısaca Karşılaştırılması

Gelişmiş Sermaye Piyasalarına sahip olan ABD, Japonya, Avrupa Birliği'ne üye ülkeler, Singapur ve Hong Kong'daki Sermaye Piyasalarına ilişkin mevzuatı, kısaca şu şekilde özetlemek mümkündür: (I.S.S.A. (1994)).

Avrupa Birliği'ne üye olan ülkeler için amaç, finansal entegrasyondur. Bundan beklenen ise, birlik içinde tek bir mali alan yaratmak ve bütün üye ülkelerin sermaye piyasalarından oluşan tek bir Sermaye Piyasası kurmaktır. Maastricht Andlaşması'nın 73. maddesi, Birliğe üye ülkeler arasında ve üçüncü ülkelerle olan ilişkilerde, Sermaye hareketlerine ilişkin esasları içerir. Madde 73 (a/1)'e göre, üye devletler arasında sermayenin serbest dolaşımını engelleyen tüm kısıtlamalar kaldırılmaktadır. Menkul kıymetlerin ulusal veya yabancı ayrımı, menkul kıymetleri ihraç edenin iş yerinin bulunduğu ülke esasına göre belirlenir. Birliğe üye ülkeler, üçüncü ülkelere karşı, ekonomik ve para birliğini bozacak bir sebeple karşılaşırsa, bu ülkelere karşı koruyucu önlemler alabileceklerdir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde, 1988 tarihli Rekabet Yasası, milli güvenliği tehlikeye sokacak türde, yabancıların kontrolünde bulunma sonucu yaratan şirket birleşme ve ele geçirmelerinde, hükümeti yetkili kılar.

Japonya, yurtdışında yerleşik kişilerin, Japon menkul kıymetlerinden almalarını, Finans Bakanlığı'na bir ön yazı ile başvurma şartına bağlamıştır. Yurtiçinde yerleşik kişiler içinse böyle bir zorunluluk yoktur.

Diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere baktığımız da ise, aşağıdaki şekilde özetlememiz mümkündür. (ISSA, 1994)

İngiltere'de yabancı yatırımcıların yaptıkları işlemlere ilişkin bir kısıtlama bulunmamaktadır. Ancak, Birleşmiş Milletlerin ya da İngiltere Merkez Bankası'nın ambargo koyduğu bir ülkenin

vatandaşları yatırım yapmak isterlerse, bir kısıtlama olabilir. İngiltere'de bazı şirketler, yabancı yatırımcıların sahip olacakları hisse senedi oranına kısıtlama getirebilirler.

Hong Kong ve Singapur'da, yabancı yatırımcıların yaptıkları işlemlere ilişkin hiçbir kısıtlama yoktur. Ancak, Hong Kong'da yabancı yatırımcılar, medya sektöründeki bir şirkete yatırım yaptıklarında, şirketin ancak % 10'una kadar pay alabilirler.

Gelişmiş ülkelerdeki Sermaye Piyasalarındaki Hukuki mevzuattan, Gelişmekte olan sermaye piyasalarına sahip ülkelerin hukuki mevzuatlarına baktığımızda ise, özetle şunları söylemek mümkündür. (I.S.S.A. (1994))

Meksika'da borsalara kote edilen şirketlerden yarıdan fazlası yabancı yatırımcılara açıktır.

Güney Kore'de yabancı yatırımcılar, Güney Kore Menkul Kıymetler Borsası'na yatırım kaydı yaptırdıktan sonra yatırım işlemlerini yapabilirler. Bir şirketin hisse senetlerinin toplamının en fazla % 10'una sahip olabilen yabancı sermaye, bu % 10 oranını geçemez. Menkul Kıymetler Denetim Kurulu yatırımcının korunması amacıyla, belli konularda sınırlamalar getirebilir.

Brezilya'da yabancı yatırımcılar, kote edilmiş şirketlerden oluşan portföylerinin en az % 70'ini 2 yıl elden çıkaramamaktadırlar. Herhangi bir şirketin menkul kıymetlerine yapılan yatırımlar, portföyün % 10'unu geçemez.

Hindistan'da portföy yatırımlarının borsalardan geçmesi zorunludur, yatırım oranları sınırlanmıştır. Bazı yatırımlar için transfer kısıtlaması dahi getirilmiştir.

Macaristan'da yabancıların yatırım oranları, bir şirket için % 10 dur. Bu oranın geçilmesi, hükümetten izin almak suretiyle mümkündür.

Tayland'da, sermayenin ÷lkeye giriş ve çıkışına ilişkin transferler serbesttir. Yabancılar, şirket hisselerinin % 49'una sahip olabilirler. Ancak, bazı sektörlerde, ortaklık oranı % 25'i geçemez.

Tayvan'da, yabancılar bir şirkete, halka arz edilmiş oranın % 10'unu geçmeyecek şekilde yatırım yapabilirler. Yatırım fonlarında ise sınırlama yoktur. Kote edilmiş menkul kıymetlere, devlet banka özel sektör tahvillerine Tayvan Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu'nun onayını almış menkul kıymetlere belli oranlarda yatırım yapmak serbesttir.

Malezya'da, yabancıların bir şirketin hisse senetlerinin % 30'una kadar yatırım yapmaları serbesttir. Bunun açılması halinde Yabancı Yatırım Komitesi'nden izin alınması gerekir. Kazançların ÷lkeden çıkışı serbesttir.

5.3. Türkiye'deki Yabancı Sermayeyi Teşvik Edici Gelişmeler

5.3.1. Finansal Liberalizasyon

Ekonomik liberalizasyondaki amaç, piyasa mekanizmasına dayalı, dünya ekonomileriyle bütünleşmeyi sağlayacak ekonomik büyüme ve istikrarın sağlanmasıdır. Bugün ekonomik liberalizasyonda gelinen nokta, Türkiye'nin dış ticaret ve finansal alanlarda hukuki düzenlemeler açasından bazı gelişmiş ÷lkelerden bile fazla serbesti olanakları sunmuş olmasıdır.

Liberalizasyon programı çerçevesinde, finansal sistemde serbest faiz politikası, konvertibilitiye geçişle paranın serbest dolaşımı, vergi teşvikleri, kredi kısıtlamalarının esnekleştirilmesi, yabancı sermayenin teşvik edilmesi gibi önemli adımlar atılmıştır. Sermaye giriş ve çıkışlarında serbesti sağlanmıştır. Yurtdışına sermaye transferi ve yabancıların yurtiçinde yatırım yapması mümkün hale getirilmiştir. Gelişmekte olan ÷lkelerden Güney Kore ve Meksika'da da ÷lkemizdekine benzer liberalizasyon programları uygulamaya

geçilmiş, ancak bu ülkelerdeki sermaye piyasaların gelişim hızı daha ileri bir düzeyde gerçekleşmiştir. Yabancıların Amerika ve Japon borsalarındaki payı % 5 civarında olduğu halde, Güney Kore'de % 2-10 ve Meksika'da ise % 25 seviyelerine kadar çıkmaktadır (AKYÜZ, (1994)).

5.3.2. Özelleştirme

Özelleştirme, üretimde verimliliği arttırmak, hisse senedi mülkiyetini yaygınlaştırarak, devletin fonksiyonel etkinliğini belli alanlarda yoğunlaştırmaya yönelik bir yöntemdir. Sermaye piyasasının geliştiği ülkelerde, özelleştirmede en çok kullanılan yöntem, sermayenin tabana yayılması yönünde, menkul kıymet borsaları yoluyla hisse senedi satışlarıdır. Diğer yöntem ise blok satış yöntemidir.

Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yapılan özelleştirmede, özelleştirilen şirketlerin, hisse senetlerinin yabancılar tarafından alınması mümkün kılınmaktadır.

Kamu ortaklığı idaresi yapacağı satışlardan önce Sermaye Piyasası Kurulu'na ve Borsa'ya bilgi verir. Kamu iktisadi Teşekküllerinin özelleştirilmesinde, sermaye piyasası aracılığı ile hisse senedi satılması piyasaların gelişmesini sağlayacaktır. Blok veya Borsa'da satışlarla, yabancı yatırımcılar Türkiye'de portföy yatırımı yapabileceklerdir. Bu şekilde ülkeye giren fon miktarında artışlar olacaktır.

Özelleştirme çalışmalarının ekonomide verimliliği arttıracak şekilde şeffaf, sağlam ilkeler doğrultusunda mali, idari, hukuki ve teknik tedbirlerle, Türk Sermaye Piyasası da sağlıklı bir şekilde işleyecektir.

5.3.3. Vergi Politikaları

Tüm dünya'da, gelişmesi istenen piyasalara en büyük destek ve teşvik, vergi politikaları yoluyla yapılmaktadır.

Risk sermayesi, gayrimenkul, A tipi yatırım fonları ve daha az hisse senedi içeren yatırım ortaklıkları ve fonlarının kazançları kurumlar vergisinden muaftır. Ancak bu kazançlar üzerinden, değişik oranlarda gelir vergisi kesintisi yapılacaktır.

Portföyünde % 25'ten daha az hisse senedi bulunduran yatırım fonlarında % 10, diğer menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve fonlarında % 0 oranında vergi kesintisi yapılacaktır.

Türkiye'de işyeri olmayan yurtdışındaki yerleşik kişiler, Türkiye'de menkul kıymet alıp-satması halinde elde ettikleri gelir, değer artış kazancı ve kur farkından doğan değer artışları vergilendirilmemektedir. Bu hesaplamada, menkul kıymetin elde ediliş tarihindeki Merkez Bankası döviz alış kuru esas alınacaktır.

Devlet tahvili, hazine bonosu ve Kamu Ortaklığı İdaresi ile Toplu Konut İdaresi Başkanlıklarınca çıkarılan menkul kıymetler vade sonunda veya vadeden önce elden çıkarılmasına göre vergilendirilmektedir.

Nama ve hamiline yazılı tahvil faizleri ile diğer tahvil faizlerinden kurumlar vergisi kanununun 24. maddesine göre, yapılacak kesinti oranı ise % 10 olarak belirlenmiştir.

Ülkemizde, yukarıda bahsedildiği şekilde elde edilmiş kazançların vergilendirilmesinde tam bir açıklık bulunmamaktadır. Bazı durumlarda uygulanan vergi oranları % 0 iken, bazen vergi kapsamındadır. Yabancı sermayenin portföy yatırımlarıyla ülkeye gelişinin arttırılması için, mevcut kanunların uyumlaştırılması gerekmektedir.

BÖLÜM 6. PORTFÖY YATIRIMCILARI AÇISINDAN GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDAN BİRİ OLAN TÜRKİYE'NİN DEĞERLENDİRİLMESİ

6.1. Genel Ekonomik Performans

1995 yılında Türkiye ekonomisi beklentilerin üzerinde bir büyüme hızına erişerek % 8,1 oranında büyümüştür. Devlet istatistik Enstitüsü açıklamalarına göre Gayri safi Milli Hasıla 7 katrilyon 644 trilyon TL, olarak belirlenmiş ve kişi başına düşen milli gelir bir önceki seneye oranla % 23 artarak 2.685 Amerikan Doları olmuştur. 1995 yılı son çeyreğinde özellikle erken genel seçimlerin etkisiyle ekonomi % 7,7 oranında bir hıza erişmiş, tahminlerin üzerinde bir hızla artarak 1995 yılını bitirmiştir.

Toplam mevduat hacmi 22 Mart 1996 itibariyle 1.269 trilyon lira seviyesine yükselmiştir. Banka kredileri aynı tarihler arasında 1.605 trilyon liraya yükselmiştir. Para arzı göstergesi M1 22 Mart 1996 tarihinde 418.7 trilyon lira seviyesine gerilemiştir. Aynı şekilde M3 te 30 trilyon lira azalarak 22 Mart 1996 tarihinde 1.538 trilyon seviyesine gerilemiştir. Bu verilerden izlenebildiği kadarıyla, 1996 senesi ilk çeyreğinde ülke ekonomisi bir durgunluk evresine girmiştir. Sanayideki durgunluk 1995 senesi sonunda döviz kurlarına gelen yoğun talebi dengeleyebilmek için faizlerin bileşik bazda % 230 seviyesine kadar yükseltilmesinden kaynaklanmaktadır. Faizlerin yükseldiği seviye dövize talebi kontrol ederken, sanayideki durgunluk dövize olan talebi azaltmış, dolayısıyla kurların makul seviyelerde seyretmesine imkan tanımıştır. Bu sayede Hazine düşen faiz oranlarından ihtiyacı olan nakiti karşılayabilmiştir. Enflasyon oranları her ne kadar faizleri aşağı çekse de, Hazine'nin nakit ihtiyacı faizlerde potansiyel bir yükselmenin var olduğunu hatırlatmaktadır. Ancak

vergi gelirleri ve dış finansman kaynakları Hazine'yi Nisan ayında rahatlatmıştır. Faiz düşüşünün kalıcı olabilmesi ise enflasyon oranlarındaki gevşemeye bağlıdır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ise Ocak 1996'dan itibaren endekste sürdürdüğü düzeltmeyi Mart ayında da devam ettirmiştir. Mart ayında 70.000 sınırını zorlayan endeks Nisan ayında 73.000 seviyesinin denemesine ortam hazırlamıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Bileşik endeksi 11.4.1996 itibarıyla 70.650 TL'dan kapanarak 1996 yılı başından itibaren % 82,19 getiri yapmıştır. Faizlerin düşük seyretmesi sebebiyle Borsa cazibesini korumaktadır. Borsadaki hisse senetleri değerini bulmuş gözükmektedir. Uluslararası Para Fonu toplantısı sonuçları ve ekonomik program, gelişmeler açısından önemlidir. (Koçbank Haftalık Ekonomik Bülten, (1996))

6.2. Ödemeler Dengesinde Uluslararası Sermaye Hareketleri

32 Sayılı Karar ile birlikte yabancı sermaye hareketlerinin gelişimini gösterebilmek için, uluslararası sermaye hareketlerinin hangi kalemlerden oluştuğunu saptamak gerekir. Bu nedenle Ödemeler Dengesi tablosunu incelemek yerinde olacaktır. Ödemeler Dengesi Tablosu, bir ekonomide yerleşik şahıs ve kurumların diğer ekonomiler ile belli bir dönemde yaptıkları ekonomik işlemleri özetleyen istatistikî bir tablodur.

Ödemeler Dengesi Tablosu'nun birinci bölümü, Cari İşlemler Dengesini gösterir. Cari işlemler dengesi, kabaca mal ve hizmet ihracı ile mal ve hizmet ithalatını aşarsa; cari işlemler dengesi fazla, tersi durumda ise açık verir. Ödemeler Dengesinin ikinci kalemi ise Sermaye Hareketleri Dengesidir. Sermaye hareketleri cari işlemlerdeki harekete göre değişir. Cari işlemler dengesi fazla verirse, dışarıya sermaye ihracı, tersi durumda ise sermaye ithali yapılır. Sermaye hareketleri, yurt içi faiz oranlarından da etkilenir. Sermaye Hareketleri; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, kısa ve uzun

vadeli sermaye hareketlerinden oluşur. Kısa vadeli sermaye hareketleri genelde "sıcak para" olarak adlandırılır. Kısa vadeli Sermaye Hareketleri içinde bulunan Döviz Tevdiat Hesaplarına gelince; yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye'de Döviz Tevdiat Hesabı açarak, faiz elde ettiği bilinmektedir. Önemli olan yurt içinde Döviz Tevdiat Hesabına verilen faiz ile yurtdışında aynı dövizde mevduat olarak yatırması halinde verilecek olan faiz arasındaki marjın oranı ve bu Döviz Tevdiat hesaplarının Türk Lirasına çevrilerek yurt içi faizlerden yararlanıp yararlanmadığı önemlidir. Portföy yatırımları ise genelde yurtdışına ihraç edilen tahvillerden oluşur. Ama bu kalem içinde yurt içinde ihraç edilen hazine bonosu, devlet tahvili, hisse senetleri de bulunmaktadır. Ödemeler dengesinin üçüncü bölümünü oluşturan Net Hata ve Noksan Kalemi cari işlemler ve sermaye hareketleri dengeleri içine girmeyen ve açıklanmayan sermaye giriş-çıkışını ifade eder. Bu kalem, sıcak para olarak adlandırılan kalemdir.

6.2.1. 1995 Yılı Ödemeler Dengesi

Ekonomi dış denge açısından incelendiğinde Merkez Bankası ödemeler dengesi cari işlemler açığını 2 milyar 339 milyon Amerikan Doları olarak açıklamıştır.

Merkez Bankası tarafından yayınlanan rakamlarda Aralık Ayı Cari İşlem dengesi 1.453 milyon dolar açık vermiştir. Açıklanan geçmiş verilerde 1995 senesi üçüncü çeyreği itibari ile cari dengenin fazla verdiği anlaşılmaktadır. Ekim ayına girilmesi ile aylık bazda 66 milyondoları cari açık verilmesi kümülatif dengeyi 70 milyon dolar açık rakamına taşımıştır. Takip eden aylarda açık giderek genişlemiştir. Bu doğrultuda Kasım ayı itibari ile cari dengenin 888 milyon dolar açık vermesi ile kümülatif açık rakamı 958 milyona yükselmiştir. Yukarıda belirtildiği gibi, Aralık ayında cari denge 1.453 milyon dolar açık vermiş ve dolayısıyla da kümülatif denge 2339 milyon dolar olarak belirlenmiştir. 1995 yılı sonu rakamları Nisan ayında açıklandığı için, beklentilerin üzerinde bir döviz açığı verilmesine rağmen, döviz piyasalarında bir hareketlilik yaşanmamıştır.

Tablo 6.1 : 1995 Yılı Ödemeler Dengesi

(milyon dolar)	1990	1991	1992	1993	1994	1995
CARİ DENGİ	-2.625	258	-974	-6.433	2.631	-2.339
Dış Ticaret Dengesi	-9.555	-7.340	-8.190	-14.160	-4.216	-13.212
İhracat (FOB)	13.026	13.667	14.891	15.611	18.390	21.975
Mal İthalatı (CIF)	-22.302	-21.047	-22.871	-29.428	-23.270	-35.709
Görünmeyen Gelirler	8.933	9.315	10.451	11.843	11.691	16.094
Turizm	3.225	2.654	3.639	3.959	4.321	4.957
Görünmeyen Giderler	-6.496	-6.816	-7.262	-7.829	-7.936	-9.717
Dış Borç Faizi	-3.264	-3.430	-3.417	-3.561	-3.923	-4.303
Karşılıksız Transfer	3.374	2.245	912	733	383	1.071
SERMAYE HAREKETLERİ	4.037	-2.397	3.648	8.933	-4.194	4.722
Yabancı Sermaye	700	783	779	622	559	772
Portföy Yatırımları	547	648	2.411	3.917	1.158	1.724
Uzun Vadeli Sermaye	-210	808	-938	1.370	-784	-79
Dış Borç Anapara	-3.938	-4.095	-4.871	-4.412	-5.448	-5.667
Kısa Vadeli Sermaye	3.000	-3.020	1.396	3.054	-5.127	2.305
NET HATA VE NOKSAN	-468	940	-1.221	-2.275	1.769	2.275
REZERV HAREKETLERİ	-1.308	1.029	-1.484	-308	-206	-4.658
IMF	-53	0	0	0	340	347

KAYNAK : Koçbank Haftalık Ekonomik Bülteni, Nisan 1-5 1996

Ancak bu rakamlardan Kasım ayından itibaren süratle yükselen kurların hareketinin spekülâtif olmaktan çok, ekonominin kaydettiği döviz açığı neticesinde yaşandığı anlaşılmaktadır. 1995 yılı büyüme hızı ile ekonominin kaydettiği açık seviyesi irdelendiğinde, artan ithalatın etkisiyle cari işlem dengesi açık vermiştir. Cari dengedeki bu açık 1995 yılında dış ticaret açığının 1993 yılı seviyelerine

yaklaşmasından kaynaklanmıştır. Merkez Bankası kaynaklarından hesaplanan dış ticaret rakamlarına göre ihracat 22 trilyon lira seviyesine yaklaşmasına rağmen, ithalat 35.5 milyar dolar seviyesini geçmiştir. Şimdi yapılacak açıklamalar Tablo 6.1'den yararlanarak yapılacaktır. 1993 senesi rakamlarının üzerinde bir seviyeye ulaşan dış ticaret verileri, ödemeler dengesi açısından hesaplanan dış ticaret açığını 13.2 milyar dolar seviyesine çekmiştir. Cari denge açısından dış ticaretin yarattığı açığı telafi eden hesapların başında görünmeyen kalemler dengesi gelmektedir. 1995 yılında toplam 4.3 milyar dolar dış borç faizi görünmeyen kalemler arasında ödenirken, turizm gelirleri yaklaşık 5 milyar dolar olarak açıklanmış ve görünmeyen işlem kalemlerinde dengeleyici unsur olmuştur. Böylece görünmeyen işlemler dengesi 6.4 milyar dolar ile oldukça yüksek bir seviyeye ulaşmıştır. Karşılıksız transferlerin de 4.5 milyar dolar seviyesine yükselmesi, dış ticaret açığının ödemeler dengesi üzerindeki etkisini mümkün olduğunca geriye çekmiştir. Bu dönem dahilinde ülke ekonomisine 4.7 milyar dolar değerinde Net Sermaye Akımı olmuştur.

Yabancı Sermaye Akımı, diğer senelerin üzerinde seyrederken, son aylarda yapılan borçlanmaların etkisi ile portföy yatırımları sene sonu seviyesine ulaşmıştır. Dış borç anapara ödemeleri 1995 senesi içinde 5.7 milyar dolar olarak belirlenmiştir. Kısa vadeli sermaye net sermaye girişi Ekim ayı itibarı ile 4.6 milyar dolara ulaşmış olsa da, Kasım ve Aralık aylarında devalüasyonun hızlanmasının etkisiyle sermaye çıkışı yaşanmış ve net rakam 2.3 milyar dolara kadar gerilemiştir. Makro ekonomideki genel dengeler açısından incelendiğinde, ekonomi 1994 yılında tarihinin en büyük daralma süreçlerinden birine girmiştir. 1995 yılı ise üretimin 1994 yılına oranla süratle geliştiği bir yıl olmuştur. Bir önceki sene üretim kaybı 1995'da telafi edilmeye çalışılırken, normal bir üretim seviyesi için gerekli stok ve diğer üretim faktörlerinin yerine konması gerekmiştir. Bu ihtiyaç 1995 yılında ithalatın süratle yükselmesine neden olmuştur. Diğer taraftan düşen faizlerin etkisi ile özellikle 1995 yılı ikinci çeyreğinden itibaren yurtiçi talepte canlanmaya başlamış, bu da sanayi üretimini

hızlandırıcı etki yapmıştır. Dolayısıyla da artan ithalat talebi, etkisini ödemeler dengesi bilançosunda hissettirmeye başlamıştır. 1996 yılına girilmesi ile beraber ekonomide yeni bir dengenin hakim olduğu anlaşılmaktadır. 1995 senesi son çeyreği ekonomik dengelerin giderek bozulduğu sinyallerini taşımıştır. Ancak, erken genel seçimler kalıcı önlemlerin alınmasını geciktirince, geçmiş tecrübelerden, faiz yükseltimi gerekli olmuştur. Faizlerin yükselmesi iç talebi düşürürken, sanayi üretimi de bundan olumsuz yönde etkilenmiştir. Sanayi üretim indeksi ekonomide yeni bir yavaşlamanın sinyallerini taşıırken, bunun dış ticaret rakamlarına ve dolayısıyla da cari dengeye etkisi önümüzdeki dönemlerde açıklanacak verilerden izlenebilecektir. Döviz kurunun finans kesiminden gelen spekülasyon alımlar neticesinde hareket ettiği izlenmektedir.

6.3. Türkiye'ye Yönelik 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 6.2. incelendiğinde, 1990 yılı, 32 Sayılı Karar'ın etkilerinin görülmeye başladığı yıl olmakla beraber, portföy yatırımı olarak giren döviz 547 milyon dolardır. 1991 yılında 623 milyon dolarlık portföy yatırım 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 yatırımı olarak Türkiye'ye giren döviz, daha çok kamu kesiminin finansmanında kullanılmıştır. Örneğin, 1993 yılında büyük bölümü uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihracı yoluyla gelen 3 milyar 917 milyon dolarlık net döviz girişinin 3 milyar 721 milyon doları kamu kesimi, 6 milyon doları bankacılık kesimi tarafından temin edilmiştir. Geriye kalan 190 milyon dolar yurtdışında yerleşik kişilerin yurt dışında ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmaları sonucudur.

Tablo 6.2. Portföy Yatırımları (Milyon ABD Doları)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994
Portföy Yatırımları	547	623	2.411	3.917	1.158
Sermaye Piyasası	592	567	2.806	3.727	99
Kamu Sektörü	572	593	2.762	3.721	411
Hazine	500	468	2.539	3.759	411
Kullanım	500	493	2.539	3.759	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	1.059
Varlıklar	-134	91	-754	-563	35
Yükümlülükler	89	147	359	753	1.024

KAYNAK : Hazine Müsteşarlığı

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

Tablo 6.2'den 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 yurt içinde faiz oranlarının yüksek düzeyde seyretmesi sonucu; yurtdışındaki menkul kıymetlere net portföy yatırımı 1 milyar 59 milyon dolar civarında gerçekleşmiştir. (Tablo 6.2)

Tablo 6.2'ye göre, yurtdışındaki menkul kıymetlere net yatırımların negatif olduğu 1990 ve 1992 yıllarında yurtdışına çıkma sözkonusudur. Bilindiği gibi yüksek faiz-düşük kur nedeniyle Türkiye'ye döviz getirip, bunu Türk Lirasına çeviren, daha sonra da yüksek faizli Hazine bonosu, devlet tahvili gibi menkul kıymet satın alan uluslararası sermayenin getirdiği döviz "sıcak para" olarak adlandırılmaktadır. Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'de hangi tür menkul kıymet aldıklarını detaylı biçimde görmek gerekmektedir. Tablo 6.3'ten görüleceği üzere, yurtdışında yerleşik kişiler, sabit getirili menkul kıymet yerine hisse senedi yatırımı yapmayı tercih etmektedirler. Sermaye serbestesinden 1990 yılı sonuna kadar, yurtdışında yerleşik kişiler 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 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na yatırım yapan uluslararası Sermaye, Kurumsal yatırımcıyı temsil etmektedir.

Hiç kuşkusuz uluslararası sermaye yüksek riske rağmen yüksek getiri nedeniyle bizim gibi gelişen borsaları tercih etmektedir. 1989 yılından 1994 yılının ortalarına kadar yurtdışında yerleşik kişilerin hisse senedi yatırımları net olarak 700 milyon dolar civarındadır.

Önemli olan Türkiye'ye özellikle hisse senedi yatırımı olarak taze para girişini sağlamak gerekmektedir. Çünkü sermaye piyasasına gelecek olan fonların, yatırımların finansmanında kullanılma olasılığı daha fazladır. Oysa, Hazine bonosu devlet tahviline gelen döviz tamamen kamu açıklarını kapatmaya yönelik olarak gelmektedir.

Tablo 6.3. Dışarıda Yerleşik Kişilerce Satın Alınan/Satılan Türk Menkul Kıymetleri

	(11.8.1989-30.12.1990)		(1.1.1991-31.12.1991)		(1.1.1992-31.12.1992)		(1.1.1993-31.12.1993)		(1.1.1994-30.06.1994)	
	SATIN ALINAN	SATILAN	SATIN ALINAN	SATILAN	SATIN ALINAN	SATILAN	SATIN ALINAN	SATILAN	SATIN ALINAN	SATILAN
I.HISSE SEN.	220.158	154.178	130.193	164.405	171.486	30.954	583.069	269.791	633.069	249.463
II.TAHVİL	433	0	130.193	164.405	53.066	45.706	19.685	42.976	328	5.031
III.HAZİNE BON.	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
				2.505						
TOPLAM	225.741	154.211	262.413	333.335	229.055	77.621	737.816	342.116	638.828	254.530

KAYNAK : TCMB, 1994

SONUÇ ve YORUMLAR

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 düşük bir ortamı tercih eder. Bu durumda, ülke riskliliği yabancı sermaye hareketlerinde önem kazanır.

Uluslararası yatırımcılar yatırım kararı verirken; ilgili ülkelerin risk seviyesi, makro-ekonomik göstergeleri ve menkul kıymet piyasalarına ilişkin temel analizi esas alır. Temel ekonomik göstergelerden; büyüme hızları, faiz oranları, enflasyon oranı, siyasi ve sosyal riskler ile bütçe açığı uluslararası yatırım kararlarında önemli faktörler arasındadır.

Bir dış ülkede portföy yatırımı yapma kararı veren yabancı yatırımcı, yerel yatırımcılara tanınan serbestilere sahip olmak ister ve yatırımda bulunacağı piyasaların bilgi akışındaki şeffaflığa ve bilgi edinme maliyetine bakar.

Yeni ve hızla gelişen bir piyasa konumundaki Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerindeki etkinliğin sağlanması, ekonomik kalkınma bakımından önem taşır. Türkiye'de yabancı portföy yatırımlarını özendirmek için toplam yabancı sermaye girişleri içerisindeki menkul kıymet yatırımlarının payı arttırılmalıdır. Çünkü uluslararası portföy yatırımlarında getiri-risk yaklaşımına göre ağırlıklı olarak menkul kıymet türlerinden hisse senedi tercih edilmektedir.

Sermaye Piyasasındaki kurumsallaşma ile birlikte; hukukî, teknik ve yönetsel yapının uluslararası standartlara ulaşması ve rekabet gücü kazanması, yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'ye daha fazla gelmesini sağlayacaktır.

Yabancı portföy yatırımlarını, uzun süreli nitelikte ülkemize çekebilmek amaç olmalıdır. Bu bağlamda, yabancıların menkul kıymet alım-satımlarına ilişkin veri ve bilgilerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından da sürekli izlenmesi, Türk Sermaye Piyasasının gelişiminde ve etkin yabancı sermaye girişinde önem kazanmaktadır. Kısa süreli gelecek yabancı sermayenin ekonomiye yapabileceği olumsuz etkilerin giderilmesi için, yabancı portföy yatırımlarının istatistiki kayıtları tutulmalıdır. Türk Sermaye Piyasasının yabancı portföy yatırımları ile gelişmiş ülke piyasalarının seviyesine gelebilmesi, özelleştirme ve vergi politikaları ile de yakından ilgilidir. Türkiye, vergi politikalarında açıklık sağlamalıdır.

Yabancı portföy yatırımlarının ülkeye getireceği katkılardan faydalanmak için, öncelikle, yatırım yapılacak ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrar sağlanmalıdır. Ekonomik ve siyasi politikalardaki tutarlılık ve süreklilik, yabancı portföy yatırımlarının uzun süreli olmasını sağlayacak ve yabancı sermayeden beklenen faydanın gerçekleşme potansiyelini güçlendirecektir.

KAYNAKLAR

- AKYÜZ, Yılmaz., (1994) "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme"
"Latin Amerika Deneyimi". **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Ankara, 1994, s.10-20.
- COZZINI, Angela., HOWELL, Micheal., (1994) "Cross-Border Equity
Flows : Hot or Cold?" **Baring Securities**
April, 1994. s.9-18
- CHUPPE, Terry. M., ATKIN Micheal., (1992). "Regulation of Securities
Markets Some Recent Trends and Implications
For Emerging Markets". **International Finance Corporation, Economics Department**. January, 1992, s. 11- 15.
- ERDOĞAN, Oral., (1992). "Sermaye Piyasası Etkinliği ve
İ.M.K.B.'de Uygulaması" s.10-15. İstanbul
Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü,
Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Şubat 1992.
- ERDOĞAN, Oral, (1994). "Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi
ve Fiyatlama Modeli" **İMKB**, İstanbul, 1994.
Yayın No : 2
- GROS, Daniel, (1987) "Capital Controls in the EMS : A Model with
Incomplete Market Separation" **CEPS Working Documents, No: 32**, August 1987,
s. 29.

- GROUP Economic Research, "Investing in emerging Markets"
Union Bank of Switzerland, Issue 20,
Summer 1994, s.4-19.
- IBBOTSON, Roger G. ve Diğerleri, "World Wealth : Market Values
& Returns" **Journal of Portfolio**
Management., 1985.
- International Finance Corporation, "Emerging Stock Markets Fact
Book" 1994, Washington, D.C.
- ISSA Symposium, "Gross-Border, Investments Services in the
1990's". April 16, 1994.
- I.S.S.A., "International Society of Securities Administration "1994
Handbook ISSA" **Fifth Edition, U.C. a.g.e. S**
UK 69-70, HK 40, SG 41, MX 36, KR 47,
BR.49-50, IN 52-53, HU.32, TH. 31-32, TW.
38-39, MA.43.
- Koçbank Haftalık Ekonomik Bülten, Nisan 1 - 5 1996 Ayı Haftalık
Bülteni
- MC. KINNON, Robert., (1993) "Uluslararası Para Sistemlerine
Tarihsel Bir Bakış" **Çeviren Gürsel KONA,**
Mart 1993.
- SHAPIRO, Alan C., (1994) "Foundation of Multinational Financial
Management". Second edition, U.S.A., 1991.
- SEYİDOĞLU, Halil., (1993) "Uluslararası İktisat, Teroi, Politika ve
Uygulama" **Güzem Yayınları,** 9. Baskı,
- TÜSİAD., "Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları
Sempozyumu" **Yayın No. TÜSİAD-T/93, 11-163**

- TÜSİAD., "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası / Genel Durum ve Öneriler" , **Yayın no. TÜSİAD-T/93.**
- TÜSİAD., "TÜSİAD Konjonktür" , **Yayın no. TÜSİAD-T/94 7-170.**



ÖZGEÇMİŞ

İnci İslamoğlu, 1970 yılında İstanbul'da doğdu. İlk, Orta ve Lise tahsilini İstanbul'da tamamladı. 1992 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi'nden mezun oldu. Aynı yıl, İ.T.Ü. İşletme Anabilim Dalı'nda Master eğitime başladı. 1993 yılında İşletme Yüksek Lisans derslerini tamamladı. 1995 yılında KOÇ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş., Mali İşler Departmanında çalışmaya başladı. Halen, aynı yerde çalışmaya devam etmektedir.