

ULUSLARARASI PİYASALARDA HİSSE SENEDİ ÇEŞİTLENDİRMESİ

Pınar EVRİM^(*)

ÖZET

Son yıllarda, uluslararası hisse senedi piyasalarına yatırım yoluyla getirisi yüksek ve riski düşük portföylerin yaratılabileceği ortaya çıkmıştır. Yatırımcıların, sadece kendi ülkelerindeki hisse senetlerine yatırım yoluyla ülke riskinden kaçınmaları mümkün değildir. Bu nedenle yatırımcılar değişik ülke hisse senedi piyasalarına yatırım yaparak hisse senedi çeşitlendirmesinden sağlanan faydayı arttırmışlardır. Geleneksel yatırımcı, uluslararası hisse senedi çeşitlendirmesinde sadece gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarını dikkate alır oysa, gelişmiş ülke ekonomileri gelişmişlik düzeyini tamamlamışlar, gelişmekte olan ülke piyasaları ise ekonomik büyüme potansiyeli taşımaktadırlar. Bu piyasalarının getirilerinin genelde gelişmiş piyasa getirilerinin üstünde olması ve ayrıca bu iki piyasa arasındaki korelasyonların düşük olması, riskte azalma sağlayacağından, gelişmekte olan piyasalara yatırım yoluyla çeşitlendirmeden sağlanan faydayı artırır.

1.Giriş

Özellikle 1970'li yıllarda uluslararası piyasaların dikkate alınmasıyla daha etkin portföyler oluşturulabileceği ortaya atılmıştır. Ulusal piyasada oluşturulan yerel bir portföy en azından o ülkenin genel bir riskini içereceğinden etkinliği yeterli olmayacaktır. Bu nedenle etkin portföylerin oluşturulmasında uluslararası piyasalara yönelmesi kaçınılmazdır. Çalışmanın amacı uluslararası hisse senedi piyasalarına yatırım yoluyla sağlanan hisse senedi çeşitlendirmesinin yatırımcılara sağladığı faydaları göstermektir. Uluslararası yatırımcılar özellikle gelişmekte olan hisse senedi piyasalarına yatırım yoluyla getirilerini arttırabilir ve risklerini azaltabilirler. Çalışmada sırasıyla uluslararası hisse senedi yatırımı, uluslararası hisse senedi çeşitlendirmesi ve gelişmekte olan hisse senedi piyasalarına yatırım yoluyla uluslararası çeşitlendirme konularına yer verilmiştir.

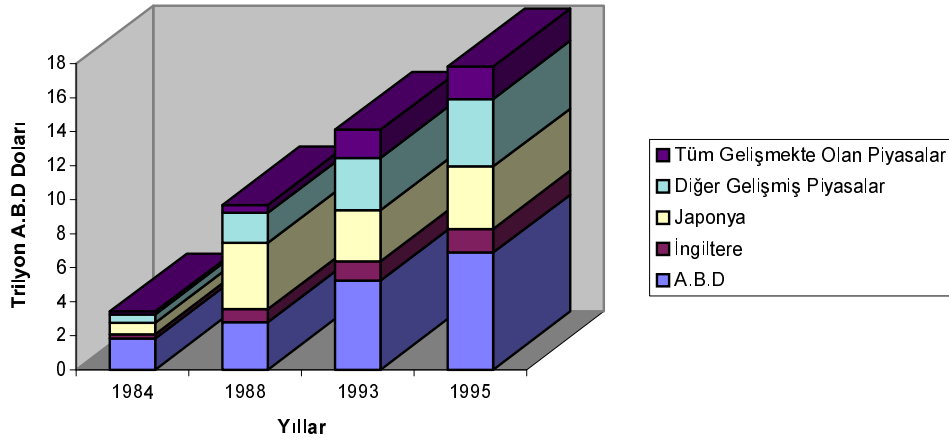
2. Uluslararası Hisse Senedi Yatırımı

Son yıllarda, kişisel ve kurumsal yatırımcılar tarafından hisse senedi, tahvil ve diğer finansal varlıklara yapılan yatırımlar zamanla hızlı bir artış göstermiştir. Çalışmada bu finansal varlıklar içerisinden sadece hisse senetleri ele alınmıştır. Şekil 1' de dünya hisse senetleri piyasa kapitalizasyon oranlarının yıllar itibariyle gösterdiği gelişme verilmektedir.

^(*)Araş. Gör, D.E.Ü., İşletme Fakültesi., İngilizce İşletme Bölümü.

Şekil 1’den de anlaşılacağı üzere ABD, İngiltere ve Japonya’nın dünya piyasası içindeki hisse senedi kapitalizasyon oranlarında fazla bir artış olmamasına ve hatta özellikle Japon hisse senedi piyasasının 1990’lardan sonra hızlı bir düşüş göstermesine karşın aynı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi kapitalizasyon oranları zamanla artmıştır.

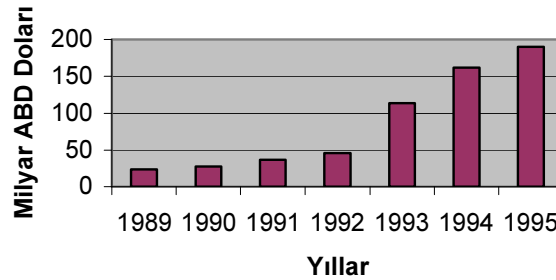
Şekil 1: Dünya Hisse Senedi Piyasa Kapitalizasyon Oranları



Kaynak: Richard M., Levich, *International Financial Markets: Prices and Policies*, McGraw-Hill, U.S.A, 1997.

Şekil 2’de, ABD bazlı yatırım fonları tarafından uluslararası hisse senetlerine yatırılan tutar görülmektedir.

Şekil 2: Yatırım Fonları İçinde Uluslararası Hisse Senedi Yatırımı



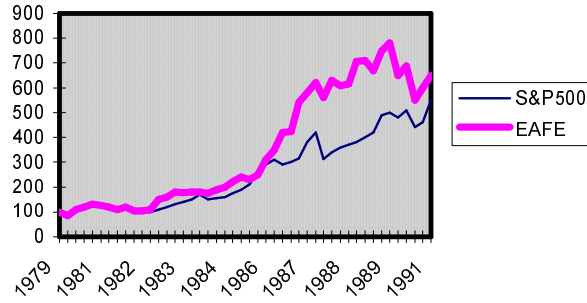
Kaynak: Cheol, Eun ve Bruce G Resnick (1998), *International Financial Management*, New York: Irwin Mc Graw-Hill.

Hisse Senedi Çeşitlendirmesi

Şekil 2’de görüldüğü gibi, 1989 yılında 23.6 milyar dolar olan bu tutar, 1995 yılının Eylül ayına kadar olan periyot da 190 milyar dolara yükselmiştir.

MSCI (Morgan Stanley Capital International) EAFE (Europe, Australia, Far East) endeksi, ABD hisse senedi piyasası dışında dünyadaki diğer gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarının fiyat ve toplam getiri endeksleridir. Şekil 3’de S&P’s ve MSCI EAFE endekslerinin kümülatif global getirilerini vermektedir.

Şekil 3: S&P ve MSCI EAFE Endekslerinin Kümülatif Global Getirileri (Endekslenmiş Dönemsel Getiriler (Dönem 479=100)*)



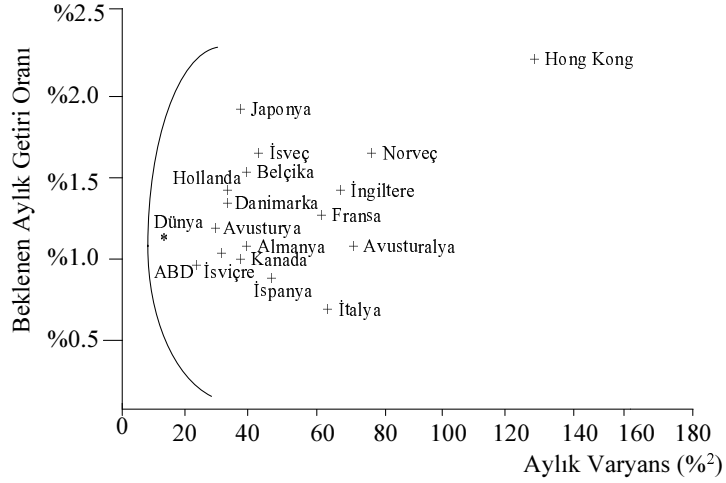
*Bu şekil S&P ve MSCI EAFE fiyat endekslerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Uluslararası yatırımının eğiliminin giderek artmasının nedenini bir ABD yatırımcısı açısından bakıldığında Şekil 3’ de görüldüğü üzere MSCI EAFE endeksinin performansının özellikle son yıllarda sadece ABD hisse senetlerinden oluşan S&P endeksinin üstünde yer almaktadır. Bu durum A.B.D yatırımcısını yüksek getiri sağlayan yabancı piyasalara yatırımının artırmasına neden olmuştur.

Şekil 4’ de dünya ve birçok ülke hisse senedi piyasaları için en az değişken sınır bir başka ifadeyle en düşük varyans sınırı gösterilmektedir. En az değişken sınır 17 ülkeye ait getiri, varyans ve kovaryans değerleri hesaplanarak yapılmıştır. MSCI* verilerinden yararlanılarak, 1970-1985 yıllarına ait hisse senedi getirileri ABD doları bazında ele alınmıştır.

* **MSCI Endeksleri:** Bu endeksler tüm dünyada 22 gelişmiş ve 23 tane gelişmekte olan ülkenin olmak üzere toplam 45 tane ülke hisse senedi piyasalarının performansını ölçmede kullanılır. Bu endeksler günlük, haftalık ve aylık bazda olmak üzere hem ABD Doları hem de yerel para cinsinden hesaplanmıştır. MSCI gelişmiş ülke endeksleri, 22 ülkenin hisse senedi borsasına kayıtlı yaklaşık 1700 firmanın hisse senedi fiyatlarına dayanır. Bu 22 ülke MSCI Dünya (MSCI World) endeksini oluşturur. Gelişmiş ülke hisse senedi piyasaları için toplam getiri endeksleri Aralık 1969 yılından bu yana bulunmaktadır.

Şekil 4: En Düşük Varyans Sınırı



Kaynak: Bodie, Kane and Marcus (1998), *Essentials of Investments*, New York, Irwin Mc Graw-Hill.

Şekil 4'den anlaşılacağı üzere her ülke farklı risk ve getiri değerleri sergilemektedir. MSCI'nin oluşturduğu dünya endeksi (22 gelişmiş ülkeyi içermektedir) tek ülke bazında hesaplanan risk ve getiri değerlerinin üstünde bir performans sergilemektedir.

3. Uluslararası Hisse Senedi Çeşitlendirmesi

Birçok ülkenin ulusal hisse senedi piyasaları gelişmiştir, yatırımcılar portföylerini değişik ülkelerin hisse senetlerine yayarak riski dağıtmaya çalışmaktadırlar.

Uluslararası hisse senedi yatırımcıları, ulusal hisse senedi yatırımcılarının karşılaştıkları tüm risklere ek olarak, uluslararası pazarlayabilme riski, uluslararası politik risk, kur riski ve bilgi edinme riski ile karşı karşıyadırlar.

Uluslararası pazarlayabilme riski; bazı yabancı finansal varlıkların kolaylıkla paraya dönüştürülememesi dolayısıyla ortaya çıkan risktir. Yüksek piyasa kapitalizasyon oranlarına sahip ülke piyasaları için bu risk, diğer küçük piyasalardan daha azdır. Örneğin, bir ABD yatırımcısı elinde bulunan bir İngiliz hisse senedini bir, Türk hisse senedinden daha kolay elden çıkarabilir.

Hisse Senedi Çeşitlendirmesi

Politik risk; sermaye çekmedeki sınırlamalar, kamulaştırma, vergi cezası vb gibi olasılıkları içeren politik risk uluslararası yatırımlarda önemli risklerdir. Bu risklerin önceden tahmini yabancı yatırımcılar için çok zordur.

Uluslararası politik risk ile kur riski genelde birbiri ile bağlantılıdır. Bazı hükümetler, arz ve talebe bağlı olarak belirlenen selbest döviz kuru sistemi yerine, sabit kur sistemini uygulayabilirler. Bu durum politik riskin yanında aynı zamanda kur riskini oluşturur. Oysa yatırımcılar kur riskinden korunma araçları olan geleceğe yönelik ve opsiyon sözleşmeleri ile bu riski azaltabilirler.

Uluslararası yatırımlar farklı para cinsinden getirileri içereceğinden, kur riskine katlanması gerekir. Uluslararası menkul kıymet portföylerine döviz kurunun etkisini ortaya koyabilmek için birçok analiz yapılmıştır. 1960-1971 yılları arasında, kur riski uluslararası portföylerin değişkenliğinde çok az bir artışa neden olduğu için bu dönemde kur riskinin önemi azdır. Bunun nedeni bu dönemde sabit kur oranlarının uygulanmasıdır. 1971 yılından sonra değişken kur sistemine geçilmesiyle yatırımcılar için kur değişimlerinin önemi artmıştır.

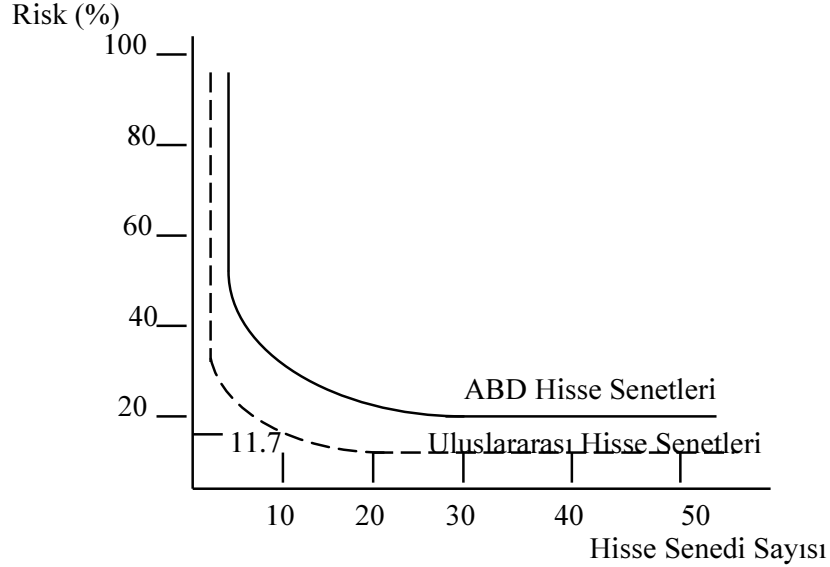
Bilgi edinme riski, içeriden öğrenen ya da bilgi edinen ve kendi ülkeleri hakkındaki bilgilere kolaylıkla ve hızla ulaşabilen diğer yabancı yatırımcılara karşı, rekabete zorlanmadan kaynaklanan risktir. Bu durum dışarıdan yatırım yapan kişiler için bir dezavantaj oluşturur.

Uluslararası piyasalarda, yukarıda tanımlanmaya çalışılan bu riskler sistematik olmayan ya da çeşitlendirilebilen risk olarak adlandırılır ve farklı ülkelere yatırım yaparak sağlanacak uluslararası çeşitlendirme ile bu riskler azaltılabilir. Oysa global risk olarak adlandırılan, dünya piyasalarının hemen hemen tümünü etkileyen global olaylardan kaynaklanan risk vardır ki, uluslararası yatırımcıların, uluslararası çeşitlendirme ile bu riskten kaçınmaları mümkün değildir. Özellikle uluslararası piyasaların entegre olması ile bu risk daha da belirginleşir. 1983'de OPEC'nin petrol fiyatını düşürmesi, Ekim 1987 de yaşanan finansal kriz ve 1990'da Körfez krizi hemen hemen tüm piyasaları etkilemiştir. Global risk uluslararası piyasalarda çeşitlendirilemeyen ya da sistematik riski oluşturur.

Birçok yazar çalışmalarında, farklı ülkelerin hisse senedi fiyat dalgalanmalarının birbiri ile bağımlı olmadığını göstermiştir. Bir ülkenin finansal varlıkları beklenenin altında bir gidişat gösteriyorsa, diğer ülke piyasası daha iyi bir gidişat gösteriyor olabilir. Bu da farklı ülkelere yatırım yapma yoluyla çeşitlendirmeden yararlanıla bilineceğini gösterir.

Şekil 5’de portföy riski ve portföydeki finansal varlıkların sayısı arasındaki ilişki verilmiştir. Bu uluslararası portföyler her bir ülkeden eşit sayıda finansal varlık alınarak oluşturulmuştur.

Şekil 5: Uluslararası Hisse Senedi Çeşitlendirmesi



Kaynak: Bruno H. Solnik , (1995/1), “Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?”, *Financial Analysts Journal*.

Şekil 5’de görüldüğü gibi, 50 tane farklı yabancı hisse senedi içeren bir portföy, başka hisse senetlerinin eklenmesiyle fayda sağlamayabilir.

Aynı ülkenin hisse senetlerinden oluşan portföyün riski, çeşitlendirme arttıkça düşmektedir. Ancak bu düşüş oransal değildir. Bir portföyde hisse senedi sayısı arttırıldıkça, bu portföye eklenen bir finansal varlığın değişkenliğindeki (riskindeki) marjinal düşüş gittikçe azalmaktadır. Fazla sayıdaki hisse senedinden oluşan portföyün riski belirli bir seviyenin altına hiçbir zaman indirilemez. Çünkü tüm hisse senetlerinin fiyatları birlikte hareket ederler, iyi çeşitlendirilmiş olan portföyün getirisi piyasa ile yüksek bir korelasyon gösterir. Örneğin bir amerikan yatırımcısının sadece ABD piyasasına yapacağı yatırım ile bu piyasa riskini yok etmesi mümkün değildir.

Solnik ilk olarak bu konuda çalışmalarda bulunmuş ve 1974 tarihinde yayınlanan bir makalesinde, Avrupa piyasalarının ABD piyasasına göre farklılık gösterdiğini ortaya çıkarmıştır. Solnik çalışmasında, Almanya’da finansal varlıkların riskinin %44’ü çeşitlendirilemeyen risk (piyasa riski) olarak

Hisse Senedi Çeşitlendirmesi

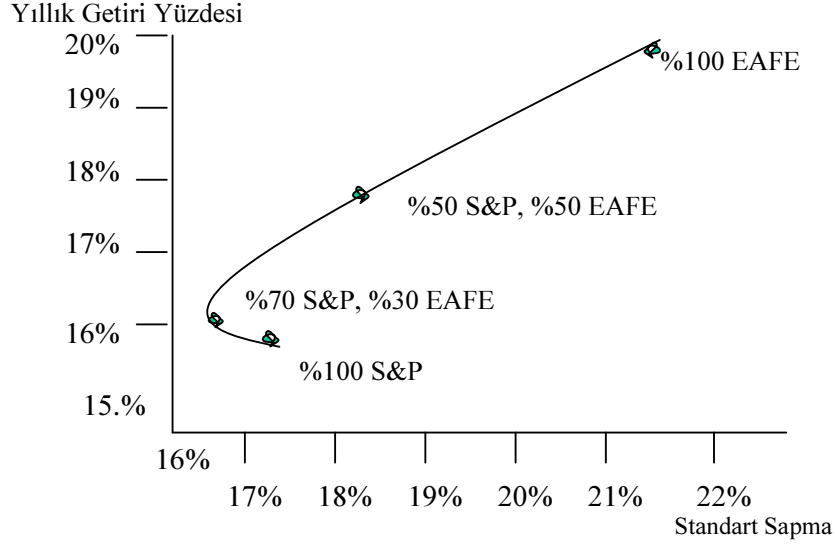
bulmuştur. Amerikan yatırımcı için çeşitlendirilemeyen risk %27'dir. Bunun nedeni çalışmada ele alınan zaman periyodunda birçok Amerikan firmasının ortaklığı halka yayılmış ancak Avrupa firmalarının büyük çoğunluğunun şahıs şirketleri olmasından kaynaklanmaktadır. Avrupalı yatırımcıların yerel piyasalardaki çeşitlendirme yoluyla sağlanacak yatırım fırsatlarından yararlanma eksikliğinden dolayı, onlara uluslararası çeşitlendirme daha çekici gelmiştir.

Yerel hisse senetleri birlikte yükselip, birlikte düşerler çünkü bunlar yerel koşullardan aynı şekilde etkilenirler, örneğin ülkedeki para arzı politikaları, faiz oranındaki değişimler, bütçe açığı ve ulusal büyüme gibi. Bu durum aynı piyasada işlem gören finansal varlıklar arasında pozitif korelasyon yaratır. Yatırımcılar bu ulusal piyasa riskini çeşitlendirebilmek için çeşitli yöntemler aramışlardır. Yabancı sermaye piyasaları, yerel piyasaların üstünde bir çeşitlendirme potansiyeli sağlarlar.

Uluslararası çeşitlendirmenin yararları yapılan birçok çalışma ile desteklenmektedir. Bunlardan biri Bailey ve Stulz tarafından Pasifik havzasında yer alan ülkelerin (Avustralya, Hong Kong, Japonya, Malezya, Filipinler, Singapur, Güney Kore, Tayvan, Tayland) hisse senedi piyasalarına yatırım yapmak yoluyla sağlanacak fayda analiz edilmiştir. Bu çalışmada, Ocak- 1977-Aralık 1985 periyodunda aylık veriler kullanılarak S&P's 500 endeksini elinde tutan bir yatırımcının Pasifik havzasındaki ülkelere yatırım yapmak yoluyla portföy riskini 1/3 oranında düşürebileceği sonucuna varılmıştır (Warren ve Stulz, 1990: 61).

Piyasaların birbirinden bağımsız olarak hareket etmeleri ve böylece getirilerin birbirini dengelemesiyle çeşitlendirmeden yararlanılır. ABD hisse senedi piyasasının artarken Japon hisse senedi piyasasının düşmesi gibi. Şekil 6'da 1980-1990 periyodu için ortalama getiri ve standart sapma değerleri verilmektedir. Portföyde çeşitlendirme yaparken eğer %100'ü S&P' dan oluşan portföyden başlayarak %100 EAFE' den oluşan portföye doğru ilerlersek risk ve getiride nasıl bir değişim olacağı aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Örneğin %100 S&P' dan oluşan bir portföyün, %30 EAFE ve %70 S&P şeklinde çeşitlendirilmesiyle, getiride %15.8 den %16.1'e artış sağlanmış aynı zamanda standart sapmada yani riskte %17.1'den %16.8'e bir düşme sağlanmış olacaktır.

Şekil 6: Ortalama Getiri ve Standart Sapmadaki değişimler (1980-1990)



Kaynak: Lawrence S., Speidell, Ross, Sappenfield (1992/1), "Global Diversification in a Shrinking World", *The Journal of Portfolio Management*.

4. Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarına Yatırım Yoluyla Uluslararası Çeşitlendirme

Geleneksel yatırımcılar, uluslararası çeşitlendirmede sadece gelişmiş ülke piyasalarını dikkate almaktadır. Oysa gelişmiş ülke piyasaları uzun zamandır işlemekte ve bunların ekonomileri gelişmişlik düzeyindedir. Yatırımcılar daha sonra gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının gelişimi ve ekonomik büyüme potansiyelleri ile karşılaşmışlardır.

Gelişmekte olan piyasaların getirisi genelde gelişmiş ülke piyasalarının getirisinin üstündedir. Errunza 1983 yılında yayınlanan çalışmasında gelişmekte olan piyasaların global portföyün performansını arttırmada yeni bir fırsat olduğunu kanıtlamıştır. 1976-1980 periyodunu ele alan çalışmasında gelişmekte olan ülke piyasalarının yüksek getiri sağladığını ve bu ülkelerin aynı dönem içinde gelişmiş piyasalar ile düşük korelasyon gösterdiğini vurgulamışlardır (Errunza, 1983: 51).

Barry, Peavy ve Rodriguez tarafından 1998 yılında yapılan bir çalışmada üç değişik periyot için gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarının performans özellikleri incelenmeye çalışılmıştır. 1985-1995 periyodunda

gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının getirisinin (%1.50), gelişmiş piyasalarının getirisinden (%1.13) yüksek olduğu çıkarılmıştır. Ancak Aralık 1975-1995 periyodu için bu durumun tam tersi gözlemlenmiştir. Nitekim bu periyotta gelişmiş piyasaların getiri oranı %1.11 iken gelişmekte olan piyasaların oranı %0.99 da kalmıştır. Çünkü bu zaman periyodu 1979'da başlayıp 1988'e kadar süren Latin Amerika borç krizini içermektedir. Yine 1990-1995 periyodunda da aynı sonuca rastlanmıştır, gelişmekte olan piyasalarının getirilerinin geometrik ortalaması %0.84 iken gelişmiş piyasalarda bu oran %0.93'dür. Bunun nedeni Meksika'da parasında oluşan kriz incelenen periyotta getirileri bir hayli etkilemiştir.

Bu çalışmalardan gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının getirilerin gelişmiş piyasaların getirileriyle karşılaştırıldığında her zaman için yüksek olduğunu söylenemeyeceği sonucuna varılabilir. Bu piyasaların getirileri zamana ve incelenen periyoda göre değişmektedir (Barry vd., 1998: 74). Ancak 1960-1990 yıllarını kapsayan geniş bir periyot ele alındığında gelişmekte olan piyasaların getirilerinin gelişmiş piyasaları getirilerinin üstünde olduğu görülmüştür.

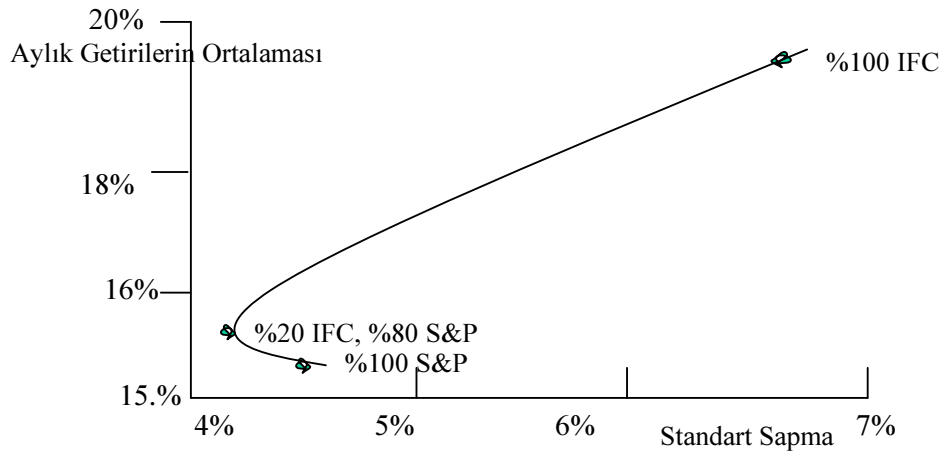
Yapılan birçok çalışmada yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara yatırım yoluyla anormal getiriler elde edebilecekleri gösterilmiştir. Bekaert, Erb, Harvey ve Viskanta 1998 yılında yayınlanan bir makalelerinde gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının getirilerinin dağılımsal karakterlerini incelemişler ve bu piyasaların getirilerinin normal olmayan bir dağılım gösterdiğini ve zamanla getirilerde değişme olduğunu kanıtlamışlardır (Bekaert vd.,1998: 102).

Gelişmekte olan piyasaların birbirleriyle olan ve gelişmiş piyasalarıyla olan korelasyonları düşüktür. Divecha, Drach ve Stefek 1992 yılında yayınlanan bir çalışmalarında gelişmekte olan piyasalarda tek bir piyasa bazında gerçekleşen değişmelerin bu piyasaların bir araya getirilmesiyle oluşan portföydeki değişmelerin üstünde olduğunu göstermişlerdir. Bunun temel nedeni ise bu piyasaların birbirleri arasındaki korelasyonun düşük olmasından kaynaklanır. Yine aynı çalışmada bu piyasaların gelişmiş piyasalarla da düşük korelasyon gösterdiği vurgulanmıştır. Bu da gelişmekte olan ülkelere yatırım yoluyla yapılan çeşitlemeden sağlanan faydayı arttırır. Malezya, Hong Kong ve Singapur gibi piyasalar birlikte hareket etmelerine karşın, birçok piyasanın birbirleri ile olan korelasyonun düşük olduğunu bulmuşlardır. Nitekim incelenen periyotta (1990'lar) bu piyasalar arasındaki korelasyon 0.07'dir, bu değer bu piyasalar arasında korelasyonun olmadığını gösterir. Bu durum oluşmasında iki önemli neden gösterilebilir. Bunlardan birincisi, birçok gelişmekte olan piyasa arasında ekonomik ve ticari ilişkiler azdır. Bunun sonucunda bu ülkelerin ekonomileri birbiriyle ilişkili olmama eğilimi

gösterirler. İkincisi, bu piyasaların çoğunda dışarıdan katılımı engelleyen kısıtlar vardır. Bu nedenle bu piyasalar kendilerini dünyadan bir parça ayırmışlardır (Divecha vd., 1991: 43).

Şekil 7’de gelişmekte olan piyasalara yatırım yoluyla gerçekleştirilen çeşitlendirmenin getiri ve riskte sağladığı fayda görülmektedir.

Şekil 7: Gelişmekte Olan Ülke Piyasalarını İçeren IFC Endeksi ile S&P 500 Endeksinden Oluşan Portföy Birleşimleri (1985-1995)



Kaynak: Christopher B., Barry, John W. Peavy III, Mauricio Rodriguez (1998/1), “Performance Characteristics of Emerging Capital Markets”, *Financial Analysts Journal*.

Şekil 7’de görüldüğü üzere gelişmekte olan piyasalara fonların yaklaşık %20’si ve gelişmiş piyasalara %80’i yatırılması durumunda en düşük risk birleşimine ulaşılmış olunacaktır. Portföye daha yüksek bir riskin eklenmesiyle gelişmekte olan piyasaların hisse senetleri tek başına S&P 500’den oluşan portföyden daha düşük riskli bir portföy oluşturacaktır.

Gelişmekte olan piyasalarda risk yüksektir; bu piyasaların getirilerindeki değişmelerin gelişmiş ülke piyasalarinkine karşılaştırıldığında daha yüksek olduğu birçok çalışmada kanıtlanmıştır. Bunun nedenleri şunlardır: gelişmekte olan piyasalarda büyük firmaların hisse senetleri ülke piyasa kapitalizasyonunun büyük bir kısmına sahiptir. Bu durum çeşitlendirme fırsatını azaltır. Büyük firma hisse senetlerinin getirileri piyasanın tümünün getirisini hükmeder. Ayrıca gelişmiş ülke piyasaları, ekonominin değişik sektörlerini farklı biçimde etkileyen güçlere sahip iken, gelişmekte olan piyasalar oluşan bir

olay tüm hisse senetlerini etkiler. Bu nedenlerden dolayı gelişmekte olan piyasaların getirilerindeki oynamalar daha fazladır.

Yapılan birçok çalışmada gelişmekte olan ülkelerde çeşitlendirmeye gidildiğinde kur riski önemli bir konu olmadığı ortaya atılmıştır. Hauser, Marcus ve Yaari'ye göre bunun iki nedeni vardır. Birincisi, gelişmekte olan piyasalarda hisse senedi getirileri ile kur oranları arasındaki korelasyonlar negatiftir bu durum yabancı yatırımcıların yerel yatırımlardan daha fazla riskle karşı karşıya olmadıklarını gösterir. İkincisi gerçek getiriler üzerinden kur riski nominal getiriler üzerindeki daha azdır (Hauser vd., 1994: 76)

5. Sonuç

Yatırımcıların uluslararası hisse senedi piyasalarına yatırım yoluyla portföy çeşitlendirmesine gitmesi getiride artışın yanında riskte azalma sağlamaktadır. Çünkü bazı ülke hisse senedi piyasalarının getirisi artarken diğerlerinin düşer bu da yatırımcılara uluslararası hisse senedi çeşitlendirmesi fırsatlarını yaratmaktadır. Uluslararası hisse senedi çeşitlendirmesinden sağlanan fayda yerel piyasada yapılan hisse senedi çeşitlendirmesinin üstündedir. Ayrıca uluslararası hisse senedi çeşitlendirmesinde sadece gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarına yönelmesi hatalıdır. Çünkü gelişmekte olan piyasalardan anormal getirilerin elde edilmesi mümkün olduğu kadar bu piyasalar ile gelişmiş piyasalara arasındaki korelasyonların düşük olması, gelişmekte olan piyasalara yatırım yapılarak gerçekleştirilen çeşitlendirmede faydayı daha fazla artıracaktır.

ABSTRACT

In the last years, it became possible to create high return, low risk portfolios by investing in international equity markets. It is impossible for the investors to avoid country risk only by investing in domestic common stocks. For this reason, investors can increase the benefits of common stock diversification by investing in different country equity markets. Traditional investor, in international diversification only takes the developed markets into consideration however, developed country's economy completed its diversification stage, but the emerging markets carry an economic development potential. Because of the returns of these markets are higher than the these of developed markets and in addition to this, low correlation between these two markets provide reduction in risk, so that it increases the benefit of diversification by investing in emerging markets.

KAYNAKÇA

- BAILEY Warren ve RENE M. Stulz (1990/3), “Benefits of International Diversification: The Case of Pasific Basin Stock Markets, *The Journal of Portfolio Management*.
- BARRY Christopher B., JOHN W. Peavy III ve MAURÍCIO Rodriguez (1998/1), “Performance Characteristics of Emerging Capital Markets”, *Financial Analysts Journal*.
- BEKAERT Geert, CLAUDE B. Erb, CAMPBELL R. Harvey ve TADAS E. Viskanta (1998/1), “Distributional Characteristics of Emerging Market Returns and Asset Allocation”, *The Journal of Portfolio Management*.
- BODİE, Kane and Marcus (1998), *Essentials of Investments*, New York, Irwin Mc Graw-Hill.
- DİVECHA Arjun B., JAİME Drach, ve DAN Stefek (1991/1), “Emerging Markets: A Quantitative Perspective”, *The Journal of Portfolio Management*.
- ERRUNZA Vitang R. (1983/5), “Emerging Markets: a New Opportunity For Improving Global Portfolio Performance”, *Financial Analysts Journal*.
- EUN Cheol, ve Bruce G Resnick (1998), *International Financial Management*, New York: Irwin Mc Graw-Hill.
- FISCHER Donald E. ve RONALD J. Jordan (1983), *Security Analysis and Portfolio Management*, 3. Edition, Prentice-Hall, New Jersey.
- HAUSER Shmuel, MATITYAHU Marcus ve UZI Yaari (1994/2), “Investing in Emerging Markets: Is It Worthwhile Hedging Foreign Exchange Risk”, *Journal of Portfolio Management*.
- LEVICH Richard M., *International Financial Markets: Prices and Policies*, McGraw-Hill, U.S.A, 1997.
- SOLNIK Bruno H. (1995/1), “Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?”, *Financial Analysts Journal*.
- SPEIDELL Lawrence S., ve ROSS Sappenfield (1992/1), “Global Diversification in a Shringking World”, *The Journal of Portfolio Management*.