

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
ULUSLARARASI İŞLETMECİLİK
YÜKSEK LİSANS TEZİ

130113

**DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI
VE DIŞ YATIRIMCILARIN
TÜRK SERMAYE PİYASASINA ÇEKİLMESİ**

130113

Erdem SAĞLAMER

**TE. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

Danışman

Prof. Dr. Seha SELEK

İzmir-2003

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

17.03.2003

Erdem SAĞLAMER



TUTANAK

Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü' nün *19/03/2003* tarih ve *5.* sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisanüstü Öğretim Yönetmeliği'nin maddesine göre İşletme Anabilim Dalı Uluslararası İşletmecilik Programı yüksek lisans öğrencisi Erdem Sağlamer'in "Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi" konulu tezi incelemiş ve aday *26.103/2003* tarihinde, saat *16:30* da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra *50* dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin *başarılı*..... olduğuna oy *birliği*.....ile karar verildi.

BAŞKAN

Prof. Dr. A. S. F. HAS ELEN
PROF. DR. A. S. F. HAS ELEN

ÜYE

Nejat Bilginer
DOC. DR. NEJAT BİLGİNER

ÜYE

Yrd. Doç. Dr. İsmail MAZGİT
İsmail

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ FORMU

Tez No: Konu Kodu: Üniv. Kodu

• Not: Bu bölüm merkezimiz tarafından doldurulacaktır.

Tez Yazarının

Soyadı: Sağlamer Adı: Erdem

Tezin Türkçe Adı: Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Gelmesi

Tezin Yabancı Dildeki Adı: Indirect Foreign Capital Investment And Attraction of Foreign Investors to Turkish Capital Market

Tezin Yapıldığı

Üniversitesi: DEÜ Enstitü: Sosyal Bilimler Yıl: 2003

Diğer Kuruluşlar:

Tezin Türü:

Yüksek Lisans:

Dili: Türkçe

Doktora:

Sayfa Sayısı: 156

Tıpta Uzmanlık:

Referans Sayısı: 48

Sanatta Yeterlilik:

Tez Danışmanlarının

Ünvanı: Prof. Dr. Adı: Seha Soyadı: Selek

Ünvanı: Adı: Soyadı

Türkçe Anahtar Kelimeler:

- 1- Sermaye Piyasası
- 2- Yabancı Sermaye
- 3- Gelişmekte olan piyasalar
- 4- Türk sermaye piyasası
- 5-

İngilizce Anahtar Kelimeler:

- 1- Capital Market
- 2- Foreign Capital
- 3- Emerging markets
- 4- Turkish Capital Market
- 5-

Tarih: 17.03.2003

İmza: Sağlamer

Tezimin Erişim Sayfasında Yayınlanmasını İstiyorum

Evet

Hayır

ÖZET

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarının hızlanması, finansal kaynaklarının artırılması, tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi, sermaye piyasasının işlerlik kazanmasıyla mümkündür. Günümüzde tüm dünyada yaşanan küreselleşme süreci içerisinde bir çok sermaye piyasası, kapılarını yabancı yatırımcılara açmaktadır. Bir çok sermaye piyasasında hukuki ve teknik düzenlemeler yapılmaktadır. Bu düzenlemeler ile uluslararası piyasalarla mevcut farklılıkların giderilmesi, uyum sağlanması ve böylece entegrasyonun sağlanması hedeflenmektedir. Bunun sonucu olarak yatırımcıların istedikleri piyasada yatırım yapabilmeleri sağlanacaktır.

Yatırımcıların finansal kararlarında dikkate almaları gereken önemli bir kriter risk faktörüdür. Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında riskin dağıtılması çeşitli biçimlerde yapılacak portföy çeşitlendirmesi ile sağlanabilmektedir. Bu yatırımların potansiyel avantajı ulusal portföylerin risk/getiri oranının iyileştirilmesidir. Bu oranın iyileştirilmesi belli bir risk düzeyinde daha yüksek getiri sağlanması veya belirli bir getiri düzeyinde daha düşük risk elde edilmesine bağlıdır. Uluslararası portföy çeşitlendirmesinin portföy riski ve getirisi üzerindeki etkisini inceleyebilmek amacıyla, dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında portföy riskini oluşturan bileşenlerin çeşitlendirme üzerindeki etkileri ve uluslararası çeşitlendirmenin sağladığı yararlar grafiklerle açıklanmıştır.

Bu çalışmada, gelişmiş sermaye piyasalarının dünya piyasasına entegre olduğu ve gelişmekte olan sermaye piyasalarına yatırım yoluyla portföy çeşitlendirmesinden sağlanacak faydanın daha da artırılacağı ortaya konulmuştur. Türkiye'nin bazı gelişmekte olan piyasalarla korelasyonlarının, dolaylı yabancı sermaye yatırımları açısından bir avantaj olduğu açıklanmıştır. Ayrıca çalışmada gelişmekte olan piyasalar içerisinde Türkiye, çeşitli faktörler açısından değerlendirilmiş ve sonuç kısmında, dolaylı yabancı sermayeyi artırmak için en uygun çözüm yolları belirtilmiştir.

ABSTRACT

Speeding up the pace of development is possible through increasing financial sources, turning personal savings into more profitable investments, and giving major role to capital markets in the financial markets of the developing countries. In the era of globalization, today, many capital markets change their laws and regulations, make technical improvements just to make these markets seem more attractive to foreign investors. By this way they can achieve reduction in discrepancies among markets, harmonization and consequently integration with the international capital markets. Hence, investors will be able to invest in any market they would like.

Systematic risk factor is a major criteria that must be considered by investors in their final financial decisions. Elimination of risk in foreign indirect capital investments is done by using various portfolio diversification methods. A potential advantage of these investments is improving the risk/return ratio of domestic portfolios. Improving this ratio depends on either getting a higher return at a certain level of risk or a lower risk at a certain level of return. With the purpose of analyzing the impact of international portfolio diversification on portfolio risk and return, this study demonstrates the effects of portfolio risk factors in foreign indirect capital investments on diversification and advantages of international diversification by using graphics.

A discussion on how developed capital markets are more integrated to the world market and by investing in developing capital markets how the benefit of international diversification will increase is presented in this paper. The fact that Turkey having with some other developing countries turning out to be an actual advantage for foreign indirect capital investments for Turkey is also discussed. In addition; Turkey as a newly developing market, has been evaluated by using various factors and proper solutions to increase foreign indirect capital investments in Turkey are stated in the conclusion chapter.

**IC. YÜREK ÖZKURT KUTULU
DOKÜMANASYON MERKEZİ**

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
Yemin Metni	II
Tutanak	III
Y.Ö.K.Dokümantasyon Merkezi Tez Veri Formu	IV
Özet	V
Abstract	VI
İçindekiler	VII
Kısaltmalar	XIII
Tablolar Listesi	XIV
Şekiller Listesi	XIV
Giriş	XVII

BİRİNCİ BÖLÜM

DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE SERMAYE PİYASALARI İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR	1
1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ	1
1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	1
1.1.2. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları	2
1.2. DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ ÜLKE EKONOMİLERİNE ETKİLERİ	3
1.2.1. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımlarının Reel Ekonomi Üzerine Etkileri	3
1.2.2. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri	5
1.3. MALİ PİYASALAR	5
1.3.1. Para Piyasası	6
1.3.2. Sermaye Piyasası	7
1.3.3. Para ve Sermaye Piyasası Arasındaki İlişki	8
1.4. SERMAYE PİYASALARININ DOĞUŞU VE GELİŞİM SÜRECİ	10
1.5. SERMAYE PİYASALARININ ÖNEMİ	12
1.5.1. Ekonomik Açıdan Sermaye Piyasalarının Önemi	12
1.5.2. Sosyal Açıdan Sermaye Piyasalarının Önemi	13

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI	14
2.1. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI İŞLEMLERİ	14
2.2. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARININ SINIFLANDIRILMASI	14
2.2.1. Gelişmiş Piyasalar	15
2.2.2. Gelişmekte Olan Piyasalar	16
2.2.3. Bölgesel Piyasalar	16
2.3. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI	17
2.3.1. Uluslararası Hisse Senedi Yatırımları	17
2.3.2. Uluslararası Tahvil Yatırımları	19
2.3.2.1. Eurotahviller	22
2.3.2.2. Yabancı Tahvil Türleri	24
2.3.3. Uluslararası Depo Sertifikası Yatırımları	26
2.3.4. Diğer Uluslararası Sermaye Piyasası Araçları	30

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINDA GETİRİ-RİSK ANALİZİ	33
3.1. DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINDA RİSK FAKTÖRLERİNİN GRUPLANDIRILMASI	33
3.1.1. Global Risk	34
3.1.2. Ülke Riski	35
3.1.3. Mikro-ekonomik Risk	36
3.2. PORTFOLYO DENGESİ YAKLAŞIMI	37
3.3. DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINDA ULUSLARARASI PORTFÖY ÇEŞİTLENDİRMESİ	38
3.3.1. Entegre ve Segmente Sermaye Piyasaları	41
3.3.2. Endüstri ve Ülke Çeşitlendirmesi	42
3.3.3. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesinde Etkin Sınır	43

3.3.4. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesinde Kur Riski ve Hedging 46

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE

DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI 48

**4.1. GELİŞMEKTE OLAN SERMAYE PİYASALARININ
ÖZELLİKLERİ 49**

**4.2. GELİŞMEKTE OLAN SERMAYE PİYASALARINDA DOLAYLI
YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINI ETKİLEYEN HUSUSLAR 52**

4.2.1. Siyasi İstikrar 53

4.2.2. Hukuki Düzenlemeler 54

4.2.3. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon 55

4.2.3.1. Kambiyo ve Sermaye Hareketlerinin Düzenlenmesi 56

4.2.3.2. Finansal Piyasaların Serbestleştirilmesi 56

4.2.3.3. Finansal Araçların Çeşitliliği 57

4.2.3.4. Özelleştirme Çalışmaları 58

4.2.4. Makro-ekonomik İstikrar 59

4.2.5. Enformasyon Teknolojisi 60

**4.3. ULUSLARARASI PORTFÖY ÇEŞİTLENDİRMESİNİN
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİSİ 61**

**4.4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV PİYASALARIN
ROLÜ 68**

**4.5. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DOLAYLI YABANCI
SERMAYE YATIRIMLARI 68**

**4.6. DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİSİ 74**

4.6.1. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımlarının Pozitif Etkisi 74

4.6.2. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımlarının Negatif Etkisi 77

<u>BESİNCİ BÖLÜM</u>	
GELİŞMİŞ ÜLKELERDE	
DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI	
	80
5.1. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI	82
5.1.1. Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Yasal Çerçevesi	87
5.1.1.1. Davranış Yasası ve Kamuyu Aydınlatma	87
5.1.1.2. Kotasyon Kriter ve Esasları	88
5.1.1.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	89
5.1.1.4. Yatırım Hizmetleri ve Yatırımcının Korunması	89
5.1.1.5. Avrupa Şirketi ve Muhasebe Standartları	90
5.1.1.6. Kollektif Yatırım Şirketleri	91
5.1.1.7. Vergilendirme	91
5.1.1.8. Takas ve Saklama	92
5.1.2. Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler	92
5.1.2.1. Piyasaların Organizasyonu	92
5.1.2.2. Piyasaya Giriş	94
5.1.2.3. Uyumlulaştırma, Ortak Çalışma ve Uygulama	95
5.2. ABD SERMAYE PİYASASI	96
5.2.1. ABD Sermaye Piyasasının Organizasyonu	96
5.2.2. ABD Sermaye Piyasasında Yabancı Yatırımcılar	97
5.2.3. ABD'li Yatırımcıların Uluslararası Portföy Yatırımları	99

<u>ALTINCI BÖLÜM</u>	
TÜRK SERMAYE PİYASASI	
	101
6.1. TÜRK SERMAYE PİYASASININ DOĞUŞU VE GELİŞİMİ	101
6.1.1. Kurumsallaşma Öncesi Dönem	101
6.1.2. Kurumsallaşma Dönemi	102
6.2. TÜRK SERMAYE PİYASASININ YASAL ÇERÇEVESİ	103
6.2.1. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu	103
6.2.2. 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname	104

6.2.3. Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'na İlişkin (32) Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı	104	
6.2.4. 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu	105	
6.2.5. 6551 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı	106	
6.2.6. 6571 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı	106	
6.3. TÜRK SERMAYE PİYASASININ YAPISAL MODELİ	107	
6.3.1. Türk Sermaye Piyasası Yapısal Modeli İçerisinde Halka Açık Anonim Ortaklıklar	109	
6.3.2. Türk Sermaye Piyasasının Yapısal Modeli İçerisinde Mali Kurumlar	112	
6.3.2.1. Aracı Kurumlar	113	
6.3.2.2. Kollektif Yatırım Kurumları	113	
6.3.2.2.1. Yatırım Fonları	114	
6.3.2.2.2. Yatırım Ortaklıkları	114	
6.3.2.2.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	115	
6.3.2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	115	
6.3.2.3. Diğer Sermaye Piyasası Kurumları	116	
<u>YEDİNCİ BÖLÜM</u>		
DIŞ YATIRIMCILARIN TÜRK SERMAYE PİYASASINA ÇEKİLMESİ		117
7.1. TÜRKİYE'DE DOLAYLI YABANCI SERMAYEYİ TEŞVİK EDİCİ GELİŞMELER	117	
7.1.1. Finansal Liberalizasyon Programları	117	
7.1.2. Yeni Finansal Araçlar ve Uygulamalar	118	
7.1.3. İMKB Uluslararası Pazarın Kurulması	119	
7.1.4. İMKB'deki Gelişmeler	120	
7.2. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI	121	
7.2.1. İMKB'de Yıllar İtibariyle Yabancı Sermaye Yatırımları	121	
7.2.2. İMKB'de Yabancı İşlem Payları	123	

7.2.3. İMKB'de Yabancı Yatırımcı ve İşlem Profili	124
7.3. GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR İÇİNDE TÜRKİYE'NİN DEĞERLENDİRİLMESİ	125
7.3.1. Piyasa Değeri	125
7.3.2. İşlem Hacmi	126
7.3.3. Likidite ve Yoğunlaşma	128
7.3.4. Borsaya Kote Şirket Sayısı ve Ortalama Şirket Büyüklüğü	129
7.3.5. Fiyat/Kazanç Oranı	130
7.3.6. Piyasa Değeri/GSMH Oranı	131
7.3.7. Risk ve Getiri	132
7.4. DIŞ YATIRIMCILARIN ÇEKİLMESİNDE TÜRKİYE'NİN ÖNÜNDEKİ ENGELLER	133
7.4.1. Yapısal Sorunlar	134
7.4.1.1. İstikrarsızlık	134
7.4.1.2. Enflasyon	134
7.4.1.3. Kamu Kesimi Borçları	135
7.4.1.4. Sermaye Çıkışlarındaki Serbestlik	137
7.4.1.5. Vergi Sistemindeki Sorunlar	139
7.4.1.6. Özelleştirme Hedeflerinin Tutturulamaması	140
7.4.2. İMKB Kaynaklı Sorunlar	140
7.4.2.1. Kaynak Dağılımındaki Yüksek Yoğunlaşma	140
7.4.2.2. Kurumsal Yatırımcıların Eksikliği	141
7.4.2.3. Yüksek Volatilitite	142
7.4.2.4. Kalıcılık Etkisi	143
7.4.2.5. İMKB'nin Yeterince Etkin Olamaması	143
7.4.2.6. Halka Açıklık Oranının Düşüklüğü	145
7.4.3. AB Sermaye Piyasasına Uyum Sorunları	145
SONUÇ VE ÖNERİLER	148
KAYNAKÇA	152

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADR	American Depositary Receipts-Amerikan Emanet Makbuzu
bkz.	Bakınız
CDR	Continental Depositary Receipts-Kıtasal Emanet Makbuzu
EAFE	Europe, Australia, Far-East-Avrupa,Avustralya,Uzakdoğu
EDR	European Depositary Receipts-Avrupa Emanet Makbuzu
FIBV	Federation Internationale Des Bourses De Valeurs- International Federation of Stock Exchanges- Uluslararası Borsalar Federasyonu
GDR	Global Depositary Receipts- Küresel Emanet Makbuzu
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
HAAO	Halka Açık Anonim Ortaklık
IDR	International Depositary Receipts-Uluslararası Emanet Makbuzu
IFC	International Finance Corporation-Uluslararası Finans Kurumu
IMF	International Monetary Fund-Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülleri
KOB	Kâr-Zarar Ortaklığı Belgesi
NYSE	New York Stock Exchange - New York Menkul Kıymetler Borsası
OECD	İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OYHS	Oydan Yoksun Hisse Senedi
QIB	Qualified Institutional Buyers - Nitelikli Kurumsal Yatırımcı
s.	Sayfa no
S&P	Standard & Poors
SEC	Securities and Exchange Commission-Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
USD	Amerikan Doları
UP	Uluslararası Pazar

TABLolar LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo-1: Para Piyasası ve Sermaye Piyasası Arasındaki Farklar	9
Tablo-2: Sermaye Piyasalarının Gelir Gruplarına Göre Sınıflandırılması	15
Tablo-3: Depo Sertifikalarının Yararları	30
Tablo-4: Global Sermaye Piyasaları Arasındaki Korelasyon Katsayıları (1995-2000)	66
Tablo-5: Tahsisli Satış-QIB Sisteminin İhraççıya ve Yatırımcılara Sağladığı Yararlar	99
Tablo-6: İMKB'de Gerçekleştirilen Halka Arzlar (1990-2002)	111

ŞEKİLLER LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil-1: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Eurotahviller	24
Şekil-2: İhraç Edilen Depo Sertifikalarının Ülkeler Bazında Dağılımı	30
Şekil-3: Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi İle Riskin Dağıtımı	35
Şekil-4: Institutional Investor Mart 1999 Ülke Riskleri	36
Şekil-5: Uluslararası Çeşitlendirme İle Riskin Azaltılması	39
Şekil-6: Ortalama Getiri ve Riskteki Değişmeler	40
Şekil-7: Endüstri ve Ülke Çeşitlendirmesi	43
Şekil-8: Hisse Senetleri İçin Etkin Sınır	44
Şekil-9: Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesinde Etkin Sınırların Değişimi	45
Şekil-10: Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesinde Kur Riskine Karşı Korunma	47
Şekil-11: Sermaye Piyasaları Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Dünya Nüfusu İçindeki Payları	50
Şekil-12: Sermaye Piyasaları Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Dünya GSMH İçindeki Payları	50
Şekil-13: IFC Endeksi ile S&P 500 Endeksinden Oluşan Portföy Bileşimleri (1985-1995)	62
Şekil-14: Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarında Risk ve Getiri (1990-1996)	62

Şekil-15: Türkiye'nin Uluslararası Sermaye Piyasaları İle Korelasyonları (1995-2000)	67
Şekil-16: Gelişmekte Olan Piyasalardaki Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları (1986-2000)	69
Şekil-17: Uluslararası Sermaye Piyasalarının Piyasa Değeri Payları (1986-2000)	71
Şekil-18: Piyasa Değerine Göre Uluslararası Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması (2000)	71
Şekil-19: Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Değerinin Bölgelere Göre Dağılımı (2000)	71
Şekil-20: Gelişmekte Olan Ülkelerde Hisse Senedi Dağılımı (2000)	71
Şekil-21: Uluslararası Sermaye Piyasalarının İşlem Hacmi Payları (1986-2000)	73
Şekil-22: İşlem Hacmine Göre Uluslararası Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması (2000)	73
Şekil-23: Piyasaya Kote Şirket Sayıları (1986-2000)	73
Şekil-24: Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarının Yabancı Yatırımcılara Açılmasının Etkileri-1	76
Şekil-25: Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarının Yabancı Yatırımcılara Açılmasının Etkileri-2	76
Şekil-26: Piyasa Değerlerine Göre Gelişmiş Piyasaların Sıralaması (2001)	81
Şekil-27: İşlem Hacimlerine Göre Gelişmiş Piyasaların Sıralaması(2001)	81
Şekil-28: Gelişmiş Piyasaların Ortalama Şirket Büyüklükleri ve Borsaya Kote Şirket Sayıları (2001)	82
Şekil-29: Avrupa Birliği Borsalarının Ekonomi İçindeki Payı (1999)	83
Şekil-30: Londra Borsası'nın Uluslararası İşlemlerdeki Payı (1999)	84
Şekil-31: ABD Yatırım Fonları Tarafından Uluslararası Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımlar (1989-1995)	100
Şekil-32: Türk Sermaye Piyasası Yapısal Modeli	108
Şekil-33: Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları (1989-2002)	122
Şekil-34: Yabancıların Türkiye'deki Menkul Kıymet Alım-Satımları (1993-2002)	122
Şekil-35: İMKB'de Yabancı Yatırımcıların İşlem Payları	124

Şekil-36: Yabancı Yatırımcı İşlemlerinin Sektörlere Göre Dağılımı(2001)	125
Şekil-37: Türk Sermaye Piyasasının Yıllar İtibariyle Piyasa Değerleri (1986-2001)	125
Şekil-38: Gelişmekte Olan Ülkelerin Piyasa Değerlerine Göre Sıralaması (2001)	125
Şekil-39: Türk Sermaye Piyasasının Yıllar İtibariyle İşlem Hacimleri (1986-2001)	127
Şekil-40: Gelişmekte Olan Ülkelerin İşlem Hacimlerine Göre Sıralaması (2001)	127
Şekil-41: Tahvil Piyasası İşlem Hacmine Göre Piyasaların Sıralaması (2001)	127
Şekil-42: İşlem Görme Oranına Göre Piyasaların Sıralaması (2001)	128
Şekil-43: Gelişmekte Olan Ülkelerin Yoğunlaşma Oranına Göre Sıralaması (2000)	129
Şekil-44: İMKB Hisse Senedi Piyasasına Kote Şirket Sayıları (1986-2002)	129
Şekil-45: Gelişmekte Olan Piyasaların Ortalama Şirket Büyüklükleri ve Borsaya Kote Şirket Sayıları (2000)	130
Şekil-46: Türk Sermaye Piyasasının Fiyat/Kazanç Oranları (1989-2001)	131
Şekil-47: Gelişmekte Olan Ülkelerin Fiyat/Kazanç Oranına Göre Sıralaması (2001)	131
Şekil-48: Türk Sermaye Piyasasının Piyasa Değeri/GSMH Oranları	132
Şekil-49: Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarında Risk ve Getiri (2000-2002)	132
Şekil-50: Türk Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Stoklarının Dağılımı (1994-2002)	136
Şekil-51: Türk Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Stoklarının GSMH'ye Oranları (1986-2001)	136
Şekil-52: Yabancıların Türkiye'deki Menkul Kıymet Alım-Satımları (Ocak 2000-Aralık 2001)	138
Şekil-53: İMKB'de Menkul Kıymet İhraçlarında Yoğunlaşma	141
Şekil-54: Bazı OECD Ülkeleri ve Türkiye'de Dalgalanma Testi Sonuçları	143
Şekil-55: İMKB Endeksinin, Aylık Sanayi Üretim Endeksi İle Korelasyonu (2000-2002)	145

GİRİŞ

Piyasaların küresel anlamda etkinliği ve bütünleşmesi, yirminci yüzyılın en önemli ekonomik gelişmelerinden birisidir. Bunda iletişim teknolojisi alanındaki gelişmelerin etkisi ve finans sektöründeki modernleşmenin payı büyüktür. Ülkeler günümüzde, yerel piyasalarının küresel piyasanın bir parçası olduğunun bilincinde hareket etmektedirler. Bu bilinçle uluslararası serbest ticaretten sonra sermaye hareketleri önem kazanmıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanmasında ve dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının gelişmesinde en önemli faktörlerden birisi portföy yaklaşımının uluslararası kapsamda geçerli olmasıdır. 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 çeşitlendirilmesi ile daha verimli portföyler elde edilebilmektedir. Bugün, bir çok gelişmiş piyasanın uzman yatırımcıları, portföylerinde gelişmekte olan ülkelere özel paylar ayırmakta ve fonlar oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan bir piyasa konumunda olan Türkiye’de, küresel 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.

Dış yatırımcıların Türkiye’deki menkul kıymet yatırımlarında 1989-1994 yılları arasında önemli artışlar kaydedilmiştir. Ancak bu artışlar, dünyadaki toplam portföy yatırımları dikkate alındığında oldukça düşük seviyelerde kalmaktadır. Yeni sermaye piyasalarına portföy yatırımları şeklinde yönlenen uluslararası sermayeden Türkiye’ye düşen payın artırılması konusunda her türlü etkenin araştırılması ve gelecekte neler yapılabileceğine ilişkin somut öneriler bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Bu konu çerçevesinde yapılan çalışma yedi bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, dolaylı yabancı sermaye yatırımları ve sermaye piyasaları ile ilgili temel kavramlar genel olarak anlatılmıştır. Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının ve sermaye piyasalarının günümüzdeki önemine ve dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının, yatırım yapılan ülkeye etkilerine de yerel bazda değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümde, birinci bölümdeki yerellikten çıkılmış ve uluslararası sermaye piyasaları, gelişmiş-gelişmekte olan piyasalar ayrımı yapılarak incelenmiştir. Uluslararası sermaye piyasalarında kullanılan finansal araçlar, bunların özellikleri ve yatırımcıya sağladığı yararlar üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde önce, dolaylı yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen en önemli olgular, “risk-getiri bileşkesi”, ve bunların yatırımı nasıl etkilediği anlatılmıştır. Markowitz’in ünlü *Modern Portfolyo Teorisi*’ne kabaca değinilmiş, daha sonra da bunun uluslararası boyutu olan “*Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi*” incelenmiştir. Uluslararası portföy çeşitlendirmesinin türleri ve yararları, portföy çeşitlendirmesiyle çeşitli risklerden korunma grafiklerle açıklanmıştır.

Dördüncü bölümde, önce gelişmekte olan sermaye piyasalarını, gelişmiş piyasalardan ayıran özellikler irdelenmiş, daha sonra dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında ülke seçiminde hangi faktörlerin etkili olduğu açıklanmıştır. Yıllar itibarıyla gelişmekte olan piyasalara ait istatistikler, geleceğe ışık tutması ve konunun pekiştirilmesi açısından grafiklerle gösterilmiştir. Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının, yatırım yapılan gelişmekte olan ülkeye etkileri çeşitli örneklerle anlatılmıştır.

Çalışmanın beşinci bölümünde, gelişmiş piyasalardan Avrupa Birliği ve ABD’deki yasal çerçeveye, sermaye piyasası düzenlemelerine ve organizasyonlarına kısaca değinilmiştir.

Altıncı bölümde Türk sermaye piyasası, kuruluşundan bu yana ana hatlarıyla tanıtılmış, yapısal modeli üzerinde önemli bir yeri olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların ve Mali Kurumların faaliyetleri açıklanmıştır.

Yedinci bölümde, önce son yıllarda Türk sermaye piyasasında dolaylı yabancı sermayeyi teşvik edici gelişmeler anlatılmıştır. Daha sonra yıllar itibariyle dolaylı yabancı sermaye yatırımlarına ait istatistiki bilgiler verilmiş ve bu bilgilerden önemli bulgular çıkarılmıştır. Gelişmekte olan piyasalar içerisinde Türkiye, çeşitli faktörler açısından değerlendirilmiş, farklı yönleri ortaya konulmuş ve yatırımlarda Türkiye'nin hangi açılardan daha çok tercih edildiği belirlenmiştir. Türkiye'ye gelen dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında Türkiye'nin önünü tıkayan faktörler de bu kısımda grafiklerle irdelenmiş ve sonuç kısmında, dolaylı yabancı sermayeyi artırmak için çözüm yolları anlatılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE SERMAYE PİYASALARI İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Fon talep edenlerle fon arz edenlerin ülkelerarası para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler uluslararası özel sermaye akımlarıdır. Fon talep eden işletme ve kuruluşların ihraç ettikleri tahvil ve hisse senetlerini uluslararası sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine satmaları uluslararası sermaye piyasası işlemlerini oluşturmaktadır.

Uluslararası özel sermaye akımlarının en belirgin özelliklerinden birisi bunların uluslararası para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmalarıdır. Bir dış yardım niteliğinde olmamaları onları resmi sermaye akımlarından ayırır. Yabancı yatırımcı tarafından doğrudan üretime dönük yatırım biçiminde olmamaları da onları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayırır.

1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, firmaların; merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelere bir firmayı satın alma, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlama ya da mevcut bir firmanın sermayesini arttırarak kendine bağlı duruma getirme yollarıyla yaptıkları yatırımdır¹. Doğrudan yatırımlar, genellikle belli bir merkezden yönetilen ve dünyanın çeşitli ülkelerinde faaliyet gösteren çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye, ülkeye üretimde kullanılacak makine, teçhizat, yedek parça ve diğer ilgili malzeme şeklinde teknolojik altyapıyı oluşturmak

¹ İMKB, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye", Yayın No:3, 1994, s.7.

üzere girmektedir. Ayrıca lisans, know-how ve teknik bilgi yoluyla da yabancı sermaye ülkeye girebilir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını, dolaylı yabancı sermaye yatırımlarından ayıran belli başlı özellikler şunlardır:

- Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında yatırım ve üretim süreci tamamen yatırımı yapan şirket tarafından kontrol edilir. Denetimi daha etkin şekilde gerçekleştirebilmek için çoğu kez üst yönetim kadrolarını yatırımı yapan şirket seçer. Oysa dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında bir şirkete ait hisse senedi veya tahvillerin satın alınması yatırımcıya şirketin yönetimine doğrudan katılma hakkı vermez. Yatırımın hisse senetlerine yapılması durumunda genel kurulda oy verme hakkına sahip olmak, şirket yönetimini doğrudan kontrol etmek anlamına gelmemektedir.

- Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında yatırımcı, sermayesinin yanısıra makine donanımı ile nitelikli işgücü, işletmecilik bilgisi gibi üretimi artırıcı gerekli diğer desteği sağlayabilir. Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında ise yatırımcının tek katkısı sermayesidir.

- Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının tamamına yakın kısmı çok uluslu şirketler tarafından yapılır. Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında ise yatırımlar bireysel olarak yapılabileceği gibi, kurumsal yatırımcılar tarafından da yapılabilir. Ayrıca mevcut uluslararası yatırım fonlarına ortak olarak yatırım da mümkündür.

1.1.2. Dolaylı Yabancı Sermaye (Uluslararası Portföy) Yatırımları

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında bir takım riskleri (uluslararası politik risk, ülke riski, kur riski, ekonomik risk, bilgi edinebilme riski vb.) üstlenmek koşuluyla bir takım kazançlar (sermaye kazancı, faiz ve temettü geliri vb.) elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımdır.

Portföy yatırımları, uluslararası ve piyasalararası yapılabilmektedir. Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslararası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında (off-shore) bir merkezde gerçekleşmesi ise piyasalararası işlemlere örnektir.

1.2. DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ ÜLKE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının ülke ekonomisine etkileri; reel ekonomi ve sermaye piyasası üzerine etkileri şeklinde iki kısımda incelenebilir.

1.2.1. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımlarının Reel Ekonomi Üzerine Etkileri

Uluslararası sermaye hareketleri, ekonomik kalkınmanın önemli bir aracı durumundadır ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman imkanı olarak değerlendirilmektedir. Yabancı sermaye, hem başlangıçta getirdiği sermaye, hem de yatırımdan elde ettiği karları yeniden yatırıma dönüştürerek, gittiği ülkenin sermaye birikimini artırabilir. Getirilen dövizin uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı artırıcı etkiler sağlaması, sermaye ithalatçısı ülkenin ödemeler dengesini düzeltici yönde etkide bulunur.

Ülke ekonomilerindeki bütçe açıkları, ağır borç yükü ve enflasyonist yapı, uzun dönemli strateji belirleme olanaklarını kısıtlamaktadır. Dolaylı yabancı sermaye yatırımları, ekonomik gelişmede engel teşkil eden tasarruf açıklarının kapatılmasında önemli rol oynamaktadır.

Yabancı sermayenin herhangi bir nedenle ülkeden ayrılması, girişinin azalması veya durması, sermaye ithalatçısı ülkede sermaye stokunun azalmasına yol açarken, ödemeler dengesini de olumsuz etkilemektedir.

Uluslararası sermaye akımlarından yararlanmak amacıyla ekonominin dışa açılması ve mali piyasalarda serbestleştirme, ülke ekonomisinde makro-ekonomik istikrarsızlığın varolması durumunda istikrarsızlığı artırıcı ve derinleştirici bir rol oynamaktadır. Makro-ekonomik dengesizlikler içindeki bir ekonomide yabancı sermaye girişini özendirici uygulamalar, eğer ülkede bütçe açıkları kronik bir soruna dönüşmüşse, bütçe açıklarının devamına neden olabilmektedir. Hükümetler bu açıkları kapatmak için yabancı sermaye girişini özendirmek eğilimindedir. İstikrarsız bir ekonomik yapı içinde, enflasyonist ortamda kısa vadeli fonların cezbedilmesi çabası içine girilmekte, sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli fonlar, faiz ve kurlardaki beklentilere uygun olarak hareket etmektedir.

Sıcak para, özellikle yüksek enflasyonlu ülkelerde ekonominin sürdürülebilir bir istikrara kavuşmasının önündeki en büyük engeldir. Çünkü ekonomide istikrar için dövizin piyasa fiyatının istikrarlı olması gerekir. Halbuki sıcak paranın girişinde ve özellikle çıkışında döviz fiyatı aşırı dalgalanmaya uğrar. Dövizin piyasa fiyatı denge kuru dolayında oluşmalıdır. Denge kuru, cari işlemleri dengede tutan kurdur. Eğer bir ülkede, sermaye hareketleri yüzünden döviz arzı fazlası varsa, döviz fiyatı denge kurundan düşük oluşur. Sıcak para girişi, döviz arzının artışı demektir. Arz fazlaysa fiyat düşer. Aynı şekilde bir ülkede aniden yüksek bir döviz talebi ortaya çıkıyorsa (yani sıcak para kaçırıyorsa) o ülkedeki döviz fiyatları, denge kurunun çok üstüne çıkar. Döviz fiyatlarının böylesine dalgalandığı bir ülkede de, ne ihracata dönük ne de iç piyasaya dayanan bir sanayileşme gerçekleşemez. Sıcak para ülkeye girerken oyunun kuralları belirlenmemişse, ülkeden çıkarken ona dur demek mümkün değildir. İşte o sırada yani sıcak paranın ülkenin yerel para biriminden dövize döndüğü ve yurtdışına gittiği esnada kriz çıkmaktadır. Ancak sıcak paranın bu dezavantajlarından kurtulmak için bazı tedbirler alınmalıdır. Mesela sıcak paraları vadeye bağlamak ve spekülatif pozisyondan oluşan sermaye kazançlarını, pozisyon değişiminde ve yurtdışına çıkışta vergilendirmek gibi tedbirler düşünülebilir.

1.2.2. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri

Yabancı sermaye girişi, bir ülkenin sermaye piyasalarını canlandırıcı bir rol oynamaktadır. Ekonomik büyüme için uluslararası sermayeden daha fazla yararlanma ihtiyacı, ekonomide özelleştirme gibi araçlarla yapısal reformlara gidilmesine neden olmaktadır. Yabancı sermaye ise yapısal reformların gerçekleştirilmesinde en büyük katkıyı sağlayan güçlerden biridir. Gelişmekte olan ülkelerin gerçekleştirdiği özelleştirmelerde hisse senedi arzının üçte biri uluslararası yatırımcılar tarafından karşılanmıştır². Özelleştirmelerin sermaye piyasalarındaki canlandırıcı etkisinin yanısıra dış yatırımcıların portföy yatırımları ile yerel piyasalarda yaptıkları alımlar, hisse senedi fiyatlarını artırmakta, yerel piyasalardaki ilginin de bu piyasalarda yoğunlaşmasına neden olmaktadır.

Uluslararası portföy yatırımları giderek önem kazanmaktadır. Bunun başlıca nedeni, dış yatırımcıların dünya menkul kıymet borsalarında giderek artan bir sayıda marjinal alıcı olmaları ve marjinal alıcılar olarak fiyatları kontrol etme imkanına sahip olmalarıdır. Dış yatırımcılar, nakit aktarımında ne kadar aktif olurlarsa dünya piyasalarındaki hisse senedi fiyatları da o kadar yükselmektedir. Bu durum yabancı portföy yatırımcılarının menkul kıymet satışı yapmaları ya da piyasadan çekilmeleri durumunda fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir.

1.3. MALİ PİYASALAR

Genel olarak, mali kaynakların fon sahiplerinden fon talep edenlere aktarılmasıyla ilgili işlemlere *mali işlem* adı verilir. Bir mali işlemde üç taraf vardır:

- **Fon arz edenler** : Elllerinde bulunan kaynakları, kendilerine sağlanan bir reel gelir karşılığında başkalarının kullanımına sunmak isteyen kişi veya kuruluşlardır.

² TÜSİAD, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları Sempozyumu", Yayın No:T/93, s.55.

- Fon talep edenler: Kendi kaynaklarının ötesinde harcama yapmak üzere, reel bir gelir sağlayarak başkalarının fonlarını kullanmak isteyen kişi ve kuruluşlardır.

- Aracı kurumlar : Fonların devrini sağlayan kuruluşlardır.

Bu üç tarafı birden kapsayan piyasalara mali piyasa denmektedir.

Genel kabul görmüş ayrıma göre mali piyasalar; para piyasası ve sermaye piyasası olarak iki alt piyasadan oluşmaktadır. Bu grupta mali araçların türleri, vade yapıları, fon arz edenlerin ve fon talep edenlerin beklentileri gibi çeşitli ölçütler kullanılmaktadır(bkz.Tablo-1). Son yıllarda hızla yaygınlaşmasıyla birlikte türev piyasalar da bu ayrıma dahil edilebilir.

Uluslararası mali piyasaların temel işlevi, sınır ötesi fon akımlarına olanak sağlamalarıdır. Böyle bir çerçevede finansman kullanmak isteyenler, aradıkları fonları daha uygun koşullardan kendi ulusal piyasalarının dışındaki merkezlerden elde edebilirler. Aynı şekilde fonlarını yatırmak isteyen yatırımcılar da yurt dışı piyasalara yönelerek daha yüksek gelir sağlayabilirler.

1.3.1. Para Piyasası

Para piyasası, bir yıl ve daha kısa süreli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Bu piyasa, ekonomik birimlerin kısa süreli fon gereksinimlerini karşılamak amacıyla düzenlenen kısa süreli mali araçların tedavülünü kolaylaştırır. Temel aracı kurumları ticari bankalar olup hazine ve finansman şirketleri de öteki aracı kurumları arasındadır. Dolayısıyla fon sahiplerinin bankalarda açtırdıkları mevduat hesapları, bankalar kanalıyla satın aldıkları mevduat sertifikası, hazine bonusu veya ticari finansman bonusu gibi araçlar piyasa arzını oluştururken, bankaların bu fonlara dayanarak açtıkları krediler veya hazinenin ya da ticari şirketlerin likidite ihtiyaçlarını karşılamak üzere çıkartıp

bankalar aracılığıyla veya doğrudan tasarruf sahiplerine pazarladıkları bonolar da piyasanın talep yönünü ifade eder.

Para piyasası, ekonomik gelişmede mali sistemin ilk aşamasında kurulur ve genellikle işletme sermayesinin finansmanına yönelik bir bütünlük gösterir. Kıymetli evrak niteliğinde mali araçların hareketlilik gösterdiği bu piyasadaki fonlar geniş bir alanda ve süratle hareket ederler. Çift yönlü ve yaygın bir likidite akımı vardır. Bu nedenle para piyasasında faaliyet gösteren mali kurumların aktifleri, likiditesi yüksek değerlerden oluşur.

Para piyasası, merkez bankasının müdahalelerine, ödemeler dengesine, fiyat hareketlerine, politik olaylara ve genelde tüm ekonomik gelişmelere karşı duyarlıdır. Bu özelliği nedeniyle ekonomi politikalarının uygulandığı ilk alandır.

1.3.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası, orta ve uzun süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasanın temel ekonomik işlevi, dağınık ve küçük tasarrufları toplayarak bunların doğrudan yatırıma kanalize edilmesidir.

Bir başka tanıma göre, orta, uzun ve sonsuz vadeli fonlara ilişkin arz ve talebin yardımcı kuruluşlar aracılığı ile ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasaya sermaye piyasası adı verilmektedir.³

Sermaye piyasası fonları, tahvil veya hisse senedi gibi menkul değerlere bağlıdır ve işlemler bu değerli kağıtların alım satımı biçiminde gerçekleştirilir. Para piyasalarında da doğrudan kredi işlemleri yerine menkul değere bağlı işlemler (örneğin hazine bonoları, mevduat sertifikaları, ticari bonolar) giderek yaygınlaşmaktadır.

³ KARSLI, Muharrem., Sermaye Piyasası-Borsa-Menkul Kıymetler, İrfan Yayıncılık, İstanbul, 1994, s.23.

Sermaye piyasası iki alt piyasadan oluşur. Sermaye piyasası mali araçlarının yani menkul kıymetlerinin ilk kez satışa sunulduğu alt piyasa “birincil piyasa”, sermaye piyasası mali araçlarının alınıp satıldığı alt piyasa ise “ikincil piyasa” olarak adlandırılır. İkincil piyasa eğer bir borsa kurumu etrafında organize bir yapıya kavuşmuşsa “örgütlenmiş sermaye piyasası”, bu organizasyon gerçekleşmemişse “örgütlenmemiş sermaye piyasası” olarak tanımlanır.

Menkul kıymet borsaları sermaye piyasasının kalbi durumundadır. Borsalar belirli bir yeri, binası ve çalışma düzeni olan, sermaye piyasası araçlarının arz ve talebinin karşılaştığı yasal ve mali kuruluşlardır. Bununla birlikte kaynakların fon sahiplerinden fon talep edenlere kolayca aktarılmasını gerçekleştirmeye yönelik oldukça gelişmiş mali kurumlar bulunur. Bunlar arasında aracı kurumlar, ticari bankalar, yatırım fonları, tahvil komisyoncuları, sigorta şirketleri, tasarruf ve kredi sandıkları vs. sayılabilir.

1.3.3. Para ve Sermaye Piyasası Arasındaki İlişki

Ekonominin ve mali sistemin bütünlüğü içinde para ve sermaye piyasası birbirine rakip olan iki piyasa olmayıp; aksine birbirini bütünleyen ve iç içe geçmiş bir özelliğe sahiptir. Bunun nedeni mali sisteme konu olan parasal hareketlerin akışkanlığının yüksekliğidir. Para ve benzeri tüm mali araçlar, mali sistemin bütünlüğü içerisinde ve kısa bir zaman aralığında her iki piyasa arasında geçiş yapabilmektedir. Bu nedenle mali sistemi kesin bir çizgiyle para ve sermaye piyasası diye ikiye ayırmak mümkün değildir. Bununla birlikte Tablo-1’de görüleceği üzere her iki piyasa arasında belirgin farklar vardır.

Sağlıklı bir mali sistem içerisinde bu iki piyasanın birbirleriyle uyumlu çalışmaları gerekmektedir. Bu uyum içerisinde çalışma, ekonomide gerekli yasal düzenlemelerin yapılmış olması yanında başta ticari bankalar olmak üzere bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıda olmasına bağlıdır. Uzun süreli yatırım sermayesine gereksinim ortaya çıktığında (sanayileşme sürecine girildiğinde), para piyasası ve bunun kurumları olan bankacılık sektörü, gerekli yasal

düzenlemeler yapılmadığında sermaye piyasası işlemlerini yapmaya yöneleceklerdir. Bu durum, para piyasası mali kurumlarının para piyasası prensipleriyle sermaye piyasası taleplerini karşılama şeklinde sağlıklı olmayan bir yapının kurulmasına zemin hazırlayacaktır. Nitekim 1970’li yıllarda Türkiye’de yaşanan banker krizi böyle bir durumun sonucudur.

Tablo-1: Para Piyasası ve Sermaye Piyasası Arasındaki Farklar

Ölçütler	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Vade	Kısa	Orta-uzun
Kaynak	Bireysel tasarruflar	Bireysel ve kurumsal tasarruflar
Kullanım	İşletme sermayesi (döner varlıkların finansmanı)	Yatırım sermayesi (duran varlıkların finansmanı)
Mali araç	Kıymetli evrak	Menkul kıymet
Faiz	Düşük (göreceli)	Yüksek (göreceli)
Enflasyon Etkisi	Doğrudan	Gecikmeli
Mali ilişki	Borç ilişkisi	Borç ve mülkiyet ilişkisi
Aracı Kurumlar	Ticari bankalar, hazine ve finansman şirketleri	Menkul kıymet borsası, aracı kurumlar ve diğer yardımcı kuruluşlar.

Kaynak: KORUYAN, Adil., Sermaye Piyasası, Taraflar, Kurumlar, İşlemler, 2001, s.13.

Mali sistem içinde aynı fonksiyonları yerine getirebilen para piyasası varken ayrıca bir sermaye piyasasının ortaya çıkmasının sebepleri özetle şunlardır:⁴

1) Sermaye piyasası, tasarruf sahibi kişi ve kurumlarla orta ve uzun vadeli fon talep eden kuruluşlar arasında direkt iletişim kurulmasına hizmet eder. Diğer bir deyişle aracılardan ortadan kalkmasını veya işlevlerinin azaltılmasını sağlar. Böylece işlemler azalacağı için tasarruflar hem daha hızlı bir şekilde yatırıma

⁴ KARSLLI, a.g.e., ss.25-27.

dönüşür, hem de fonların her iki tarafa maliyeti azalır. Sermaye piyasasında da araçlar mevcuttur ancak bunların işlevi bankalardan farklı olup fonların maliyetini fazlaca yükseltmezler.

2) Sermaye piyasası, şirketlerin mali yapılarının düzelmesine katkıda bulunur. Bazı şirketlerin yeterli özkaynakları bulunmayabilir. Sermaye piyasası araçlarının bir bölümü (hisse senedi ve hisse senedi türevleri) şirketlere özkaynak sağlarlar. Para piyasası ise şirketlere yalnızca yabancı kaynak sağlar.

3) Enflasyon ortamında tasarruf sahipleri, paralarına gelir sağlamanın yanısıra anaparalarının değerini kaybetmesine engel olmak isterler. Bunu sağlayan araç ise hisse senetleridir. Hisse senetleri iki yoldan değerini artırır. Birincisi, şirketinin faaliyetlerindeki gelişmeye ve karlılığa bağlı olarak değer kazanmasıdır. İkinci yolu ise genel konjonktürün hisse senedi yatırımlarının cazibesini artırmasına bağlı olarak hisse senedi talebinin artmasıdır.

4) Menkul kıymetlere spekülasyon amaçıyla yatırım yapanlar da vardır. Spekülatörlerin sermaye piyasasında önemli bir yeri vardır. Bunlar bir menkul kıymeti ucuz olduğu zaman alır, pahalı olduğu zaman satarlar. Böylece o menkul kıymetin ucuzladığı zamanda fiyatının çok düşmesine, pahalı olduğu zaman da çok pahalılaşmasına engel olurlar. Esasında asıl amaçları bu olmasa da piyasada fiyatların büyük dalgalanmalar yapmasına imkan vermemiş olurlar. Ancak bunun için spekülatörlerin tek başlarına tüm piyasayı etkileyemeyecekleri kadar çok sayıda olmaları ve beklentilerin zıt yönlerde olması gerekir. Beklentiler aynı yönlerde ise fiyat dalgalanmaları artacaktır.

1.4. SERMAYE PİYASALARININ DOĞUŞU VE GELİŞİM SÜRECİ

Sermaye piyasası, her ekonomik oluşum gibi gereksinimler sonucu ortaya çıkan bir olgudur. Ekonomilerde uzun süreli yatırım sermayesine duyulan talebin ortaya çıkışıyla yani uzun süreli kaynak ihtiyacı duyan işletmeler ile fonlarını uzun süreli değerlendirmek isteyen yatırımcıların ortaya çıkmasıyla sermaye

piyasası oluşmaya başlamıştır. Böyle bir ortamda artan sermaye talebinin karşılanması para piyasası koşullarında olası olmayacağından, sermaye piyasasının kurulması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Nitekim dünya örneklerinde sermaye piyasasının doğuşunun sanayileşme ile başlamış olması bir tesadüf değildir.

18. ve 19. yüzyıllarda Batı'da başlayan sanayileşme sonucu şirketleşme hareketi oluştu. Zamanla bu şirketler büyük yatırımlar için daha fazla sermayeye ihtiyaç duymaya başladı. Çünkü ilk başlarda bankalardan sağlanan fonlar artık yeterli gelmiyordu. Şirketler, sermaye temin edebilmek için elinde fon bulunan tasarruf sahiplerine başvurmak zorundaydı. Böylece orta ve uzun vadeli fon araçları olan menkul kıymetler piyasası ortaya çıktı ve anonim ortaklıklar oluşmaya başladı. Daha sonraları yatırımların büyük karlar getirmesi sonucu büyük bir sermaye birikimi ortaya çıktı. Böylece ödünç verilebilecek fon miktarı oldukça arttı. Bu fonlar da piyasaya yeni giren veya ihtiyacı olan diğer yatırımcılara aktarılmaya başlandı. Sonuçta fon kullanıcıları ile tasarruf sahipleri arasındaki alışverişin yapılabildiği sermaye piyasaları ortaya çıkmaya başladı. Bunun yanısıra menkul kıymetlerin alınıp satıldığı borsalar da gelişme sürecine girdi ve ikincil piyasaların oluşması sermaye piyasalarının gelişiminin hızlanmasına katkıda bulundu.

Sermaye piyasaları geliştikçe yapılan işlem hacmi ve adedi çok büyük boyutlara ulaştı. Bu nedenle piyasada yaşanan arz ve talep arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan dalgalanmalar zaman zaman krizlere yol açmaya başladı. Bunun sonucu olarak ve yatırımcıların ihtiyaçları doğrultusunda yeni arayışlar gündeme geldi. Bu arayışlar neticesinde futures, forward, opsiyon, depo sertifikaları gibi yeni finansal işlemler ortaya çıktı.

Belirtmek gerekir ki çoğu az gelişmiş ülkelerde sermaye piyasaları ya hiç kurulmamış, ya da yeterince kurumsallaşmamıştır. Bu gibi ülkelerde tasarruflar daha çok altın, döviz ve taşınmaz mallara yatırılır. Oysa fonların sermaye

piyasasına yatırılması, bu ülkelerde kalkınmaya sağlam bir finansman kaynağı yaratma açısından büyük önem taşır.

1.5. SERMAYE PİYASALARININ ÖNEMİ

1.5.1. Ekonomik Açıdan Sermaye Piyasalarının Önemi

Sanayileşme bir ülkenin ekonomik kalkınmasının temel taşıdır. Sanayileşme için yatırım, yatırım için ise sermaye birikimi gerekir. Sermaye birikimi sürecinin hızlanması için yatırımcılar ile tasarruf sahiplerini biraraya getiren kurumsal bir yapıya ihtiyaç vardır. Bu kurumsal yapı sermaye piyasasıdır.

Orta ve uzun vadeli fonların tüketim yerine yatırıma dönüşebilmesi için ekonomik birimlerdeki tasarrufların sermaye piyasasında değerlendirilmesi gerekir. Sermaye piyasasının en önemli işlevi, ekonomide oluşan küçük tasarrufları biraraya toplayıp yatırımlara yöneltmesidir. Böylelikle tek başına ekonomiye faydalı olamayan birikimlerin biraraya gelerek üretime dönüşmesi mümkün olmaktadır. Esasen aynı işlev para piyasasından da sağlanabilir. Orta ve uzun vadeli banka kredileri de yatırıma hizmet etmektedir. Ancak etkin işleyen bir sermaye piyasasının önemi bu fonları çok daha ucuza mal etmesidir. Sermaye piyasası yatırımcı ile tasarruf sahibini doğrudan biraraya getirir.

Sermaye piyasasının bir diğer faydası da kaynakların verimli bir şekilde kullanılmasını sağlama özelliğinden gelir. Tam rekabetin olduğu bir piyasada en verimli şekilde çalışan şirketin karı yükselecek ve dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatı artacaktır. Bunun sonucu olarak tasarruflar o şirketin hisse senetlerinde değerlendirilecek ve bu sayede tasarruflar kaynakların en verimli olarak kullanıldığı yerde değerlendirilmiş olacaktır. Ancak bu varsayım tam rekabetin bulunduğu bir piyasa için geçerlidir.

Sermaye piyasasının küçük tasarruf sahipleri açısından da faydaları vardır. Tasarruf sahibinin elindeki miktar sanayi yatırımlarına yetmez. Ancak sermaye

piyasası sayesinde çok büyük sanayi yatırımlarına bile elindeki fon miktarı kadar ortak olabilir. Böylece hem elindeki tasarrufu ona bir getiri sağlar hem de ekonomik kalkınmanın oluşturduğu toplam gelirden payını alır. Ayrıca tasarruf sahibi birey ya da kurum değişik menkul kıymetlere yatırım yaparak riskini azaltabilir.

1.5.2. Sosyal Açıdan Sermaye Piyasalarının Önemi

Sermaye piyasası etkin bir şekilde işlediği takdirde üretim araçlarının mülkiyeti tabana yayılarak küçük tasarruf sahiplerinin toplumdaki gelir ve servet dağılımından pay almaları sağlanabilir. Menkul kıymetler vasıtasıyla herkes küçük birer sermayedar olma imkanına kavuşabilir. Böylelikle etkin işleyen bir sermaye piyasası sosyal adaletin, toplumsal huzurun ve birliğin artmasına kendi ölçüsünde katkıda bulunabilir.

Etkin işleyen bir sermaye piyasasına sosyal güvenlik kuruluşları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri de yatırım yapabilir. Bu şekilde bu kuruluşların fonları daha verimli bir şekilde değerlendirilmiş olur. Bu kuruluşların güçlü olması ise herşeyden önce bunlardan yararlanan toplumu memnun edecektir. Toplumu oluşturan bireyler, kendilerini daha çok güvende hissedecekler ve toplumsal barış artacaktır.

İstikrarlı bir sermaye piyasasına yabancı yatırımcılar ve tasarruf sahipleri ilgi duyar. Yabancı yatırımcılar girdikleri piyasaya kendi anlayışları ve yatırım tekniklerini de beraberinde getirirler. Yerli yatırımcılar yabancılarla işbirliğine giderek hem bilgilerini artırabilir hem de uluslararası piyasalara açılabilirler. Yabancı yatırımlar ise o ülkede meydana gelen her türlü gelişmeyi izlemeye başlarlar. Sonuç olarak sermaye piyasası ülkenin tanıtımına katkıda bulunabilir.

Sermaye piyasasının bir diğer faydası da, bu piyasa ile ilgilenen tasarruf sahibi emekliler ve bazı ev hanımları için bir uğraş alanı yaratmasıdır.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI

2.1. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI İŞLEMLERİ

Bir mali işlemi oluşturan taraflardan (fon arz ve talep edenler) en az birinin yabancı bir ülkede yerleşik bulunması, mali işlem uluslararası bir özellik kazandırmaktadır. Böylece bir ülkede yerleşik kişilerin diğer ülkelerde yerleşik olanlara fon sağlamaları veya onların mali fonlarını kullanmaları olayına *uluslararası mali işlem* adı verilmektedir. Uluslararası mali işlemler de taşıdıkları isme karşın çoğunlukla ülkenin ulusal para veya sermaye piyasasında gerçekleştirilirler.

2.2. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARININ SINIFLANDIRILMASI

Uluslararası sermaye piyasaları iki gruba ayrılmaktadır. Bunlar gelişim çizgisindeki durumlarına göre; *gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalardır*. Bu çalışmada gelişmişlik düzeyini belirlemede International Finance Corporation'ın kriterleri esas alınmıştır.

IFC, bir ülkenin gelişimini sınıflandırmada iki geleneksel kriterden yararlanmaktadır. Bunlardan biri, ülkenin kişi başına GSMH ile ölçülen gelir düzeyidir. Gelişmiş ülkelerin gelir düzeyi yüksek, gelişmekte olan ülkelerin ise düşüktür. Bir diğer kriter ise hisse senedi piyasasının bir değişim içinde olup olmadığına, büyüyüp büyümediğine, devir hızının artıp artmadığına ve karmaşıklaşıp karmaşıklaşmadığına bağlıdır. IFC bu iki kriter üzerinde durur, Dünya Bankası'nın gelir gruplamasını kullanır ve uluslararası piyasaları gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar olarak iki sınıfa ayırır.

Tablo-2'de görüldüğü gibi sadece gelir düzeyi yüksek olan ülkeler gelişmiş ülke grubuna girmekte, diğerleri gelişmekte olan ülke sınıfında yer almaktadırlar.

Tablo-2: Sermaye Piyasalarının Gelir Gruplarına Göre Sınıflandırılması

Dünya Bankası Gelir Grupları	Ülke Sayısı	GSMH (milyar \$)	Nüfus (milyon)
Düşük Gelirli (755 USD'ye kadar)	64	1.008	2.417
Ortanın Altı Gelirli (756-2995 USD)	55	2.508	2.093
Ortanın Üstü Gelirli (2996-9265 USD)	38	2.782	571
Yüksek Gelirli (9266 USD'nin üstü)	50	23.702	896
Gelişmekte Olan Ülkeler	157	6.299	5.082
Gelişmiş Ülkeler	50	23.702	896
Dünya Toplamı	207	29.995	5.978

Kaynak: Standard & Poors., "Emerging Stock Markets Factbook-2001", Mc Graw Hill, 2001, s.11.

2.2.1. Gelişmiş Piyasalar

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

Genel olarak gelişmiş piyasaların organizasyonel yapısında aşağıdaki yönetsel faktörler dikkati çekmektedir:

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

2.2.2. Gelişmekte Olan Piyasalar

Gelişmekte olan ülkeler, ödemeler dengesi açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi gibi sorunlarına çözüm arayışı içinde dolaylı yabancı sermaye yatırımlarını özendirici çalışmalar başlatmışlardır. Bu amaçla gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasının yabancılara açılması ile ilgili kolaylıklar genişletilmeye çalışılmaktadır. Özel sektörün finansman gereksinmelerinin dış borçlanma ve devlet sübvansiyonları yerine hisse senetlerinin yabancılara satılması yolu ile karşılanabilmesi için gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Bu uygulamalar, yabancı yatırımcıya açılan piyasaların derinliğini artırıcı etki yaratmıştır. Son yıllarda gelişmekte olan piyasalar, karlılıkları ile yatırımcıların dikkatini çekmeye başlamıştır.

2.2.3. Bölgesel Piyasalar

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

Bölgesel piyasalara örnek olarak *Nordquote Sistemi* verilebilir. Nordquote; İskandinav ülkeleri olarak tanınan Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç'te borsalararası bilgi iletişim sistemine dayanan ülkelerarası ortak bir işbirliği anlaşmasıdır. Bu sistem ile Kopenhag, Helsinki, Oslo ve Stockholm borsalarında İskandinav ülkelerine ait hisse senetlerinin alım satımını gerçekleştirmek mümkün olmaktadır. 1994 yılı Nisan ayında kurulan Nordquote Sisteminde 2001 yılı itibariyle 891 şirket kote edilmiş ve 380 milyar USD'lik işlem hacmi gerçekleştirilmiştir⁵. Bu sistem İskandinav ülkeleri arasında hisse senedi ticaretini arttırmanın yanısıra, yabancı yatırımcılara İskandinav ülkeleri piyasasını en iyi biçimde tanıtmaya amacını da taşımaktadır.

⁵ Standard & Poors., a.g.e., s.39.

2.3. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

2.3.1. Uluslararası Hisse Senedi Yatırımları

Hisse senetleri, anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğindeki ortaklık senetleridir. Yatırımcılar bu ortaklık senedi karşılığında şirket karından pay alma hakkına sahiptir. Arz ve talep koşullarına bağlı olarak hisse senetlerinin piyasa fiyatı sürekli değişebilir. Dolayısıyla bir menkulün satış fiyatının alış fiyatından yüksek olması yatırımcı açısından bir sermaye kazancı doğurmaktadır.

Şirketler günümüzde ihraç ettikleri hisse senetlerini yurt dışı borsalarında satışa sunarak, giderek artan ölçülerde fon sağlamaktadırlar. Yurt dışında hisse senedi satarak fon elde etmenin başlıca yararları şunlardır:

❖ Tek bir ulusal piyasaya göre daha büyük miktarda fon sağlama olanağı elde edilir. Örneğin merkezi ufak bir ülkede bulunan büyük bir şirket için hisse senetlerinin yabancı piyasalarda pazarlanmasından başka çözüm olmayabilir. Nitekim Hollanda Havayolları (KLM) 1986'da çıkarttığı 50 milyon hissenin 7 milyonunu Amerika'da, 7 milyonunu Avrupa'da ve 1 milyonunu da Japonya'da satışa arz ederek toplam 304 milyon dolar sermaye elde etmiştir.⁶

❖ Yabancı piyasalara hisse senedi satışı yeni hissedarlar çekerek şirket hisselerine olan talebin artmasına ve bu şekilde hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olabilir.

❖ Uluslararası hisse senedi satışları, şirket adının farklı mali piyasalara yayılmasına ve duyulmasına neden olur. Başka bir deyişle, şirketler bunu bir tanıtım aracı olarak da kullanabilirler.

⁶ SEYİTOĞLU, Halil., *Uluslararası Finans*, Güzem Yayınları, İstanbul, 1997, s.271.

❖ Hisse senedi ihraç eden şirketler, kendi ülkeleri dışındaki borsalara kote olarak hem risklerini azaltırlar, hem de kendi ülkelerinde bulamayabilecekleri likiditeye kavuşurlar.

Bugün dünyadaki menkul kıymet borsalarının hemen hemen tümü, yerel piyasada aranan borsaya kayıt koşullarına uymak kaydıyla, yabancı hisse senetlerinin satışına olanak verirler. Nitekim bazı büyük borsalarda kayıtlı sınır ötesi hisse senetleri oldukça yüksek sayılara ulaşmaktadır. Örneğin Alman menkul kıymet borsalarında kayıtlı yabancı hisse senetlerinin sayısı 200'ün, İngiliz borsalarında kayıtlı olanların sayısı da 500'ün üzerindedir. Tokyo borsasına kaydolun Amerikan şirketlerinin sayısı da giderek artmaktadır.

Geçen on yıl süresince yabancı hisse senedi piyasalarının hacminde büyük artışlar ortaya çıkmış ve bu piyasalarda önemli ölçüde bütünleşme sağlanmıştır. Hiç kuşku yok ki bunda sanayileşmiş ülkelerde yaşanan finansal liberalleşmenin katkıları büyük olmuştur. Örneğin Japonya 1982'den itibaren hisse senedi piyasasını hızla liberalleştirmiştir. Bu da piyasadaki işlem hacmini genişletmiş ve yabancıların bu piyasaya ilgisini arttırmıştır. Aynı olay Avrupa Birliği'nde de yaşanmıştır. 1992'deki Avrupa Tek Pazarı'na geçiş kararı ile birlikte AB'de sermaye piyasalarının bütünleştirilmesi yolunda önemli bir ilerleme kaydedilmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda dünya çevresinde artık daha fazla firma uluslararası hisse sermayesine ulaşmakta ve böylece hızlı ve sürekli bir uluslararası büyüme gerçekleşmektedir.

Hisse senedi türevlerinden OYHS ve KOB günümüzde yaygın bir kullanıma sahiptir.

❖ ***Oydan Yoksun Hisse Senedi (OYHS):***

OYHS, sermaye piyasası açısından yönetimi kaybetme korkusuyla halka açılmayan kapalı şirketlerin, oy hakkı bulunmayan hisse senetleri yoluyla halka açılmalarını teşvik eden bir menkul kıymettir. Bu sermaye piyasası aracı

sayesinde şirketler, yönetimi kaptırma endişesine kapılmaksızın halka açılabilmişlerdir. Fransa, Almanya ve İtalya gibi ülkelerde hükümetler bu tür araçlara vergi teşvikleri vererek menkul kıymet eksikliğini gidermeye çalışmaktadırlar.

❖ ***Kar-Zarar Ortaklığı Belgesi (KOB):***

Şirketlerin belirli bir dönem ve/veya belirli bir faaliyetinin sonucunda ortaya çıkan, kar ve zarara ortaklık hakkı taşıyan bir menkul kıymet türüdür. KOB, kar ve zarara ortaklık hakkı vermekle birlikte, hiçbir zaman hisse senedi değildir. Çünkü KOB, belli bir süre için ilgili ortaklığa verilen bir borçtur.

2.3.2. Uluslararası Tahvil Yatırımları

Tahviller özel şirketler veya kamu kuruluşları tarafından çıkartılan, orta ve uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Anonim ortaklıkların belli bir vadede borç para bulmak amacıyla çıkardığı ve karşılığında ödünç verenlere faiz ve benzeri gelir sağlayan borç belgeleridir. Bu belge sahiplerinin şirket üzerinde herhangi bir mülkiyet hakları bulunmadığı gibi, yönetimlerinde de hiçbir hakları yoktur.

Tahvili çıkaran ortaklık, finansman tekniği açısından düşük maliyet (düşük faiz oranı) ve uzun vadeli borçlanmak arzusu taşıırken; yatırımcının beklentisi, yüksek getiri (yüksek faiz oranı) ve kısa vade (yüksek likidasyon) üzerinde yoğunlaşır. Bu nedenle, tahvili çıkaran ortaklığın kendi beklentilerine uygun borçlanmayı sağlayacak ve bu arada yatırımcıların beklentilerine cevap verecek seçenekleri yaratması çok farklı tahvil türlerinin yaratılmasına (devlet tahvili-özel sektör tahvili, hamiline-nama yazılı tahviller, garantili-garantisiz tahviller, sabit-değişken faizli tahviller vs.) olanak tanımıştır.

Yabancı tahviller ise, bir şirketin veya hükümet kuruluşunun belirli bir yabancı piyasada satılmak üzere o ülke parası ile çıkarttığı uzun vadeli borç

araçlarıdır. Bu tanımlamadan da anlaşılacağı üzere yabancı tahvilin iki temel özelliği vardır:

- Belirli bir yabancı paraya bağlı olup o yabancı paranın ait olduğu ülke piyasasında satışa sunulmaları.
- O ülkenin yasalarına uygun biçimde çıkartılmaları.

Ayrıca bazı ülkelerde uluslararası tahvillere ilişkin ek koşullar vardır. Örneğin İsviçre, Almanya ve Hollanda'da *queuing (sıraya koyma) sistemi* vardır. Bu sisteme göre, bu ülkelerde tahvil satışa sunacak yabancı şirketlerin veya kamu kuruluşlarının bu işlemi yapmaları için sıradaki yerlerini beklemeleri gerekmektedir.

Dünyadaki en büyük yabancı tahvil piyasaları ABD ve İsviçre'dir. Japonya ve Lüksemburg da diğer önemli uluslararası piyasalar arasındadır. Yabancı bir piyasada tahvil çıkartarak fon sağlamak herşeyden önce güvene dayanmaktadır. Uluslararası piyasalarda tahvil ihraç ederek fon sağlanması genellikle o ülkenin banka ve mali kurumlarından oluşan bir bankalar konsorsiyumu (kredi sendikasyonu) ile gerçekleştirilir. Böyle bir konsorsiyumun kurulmasında bir önder banka vardır. Önder banka, diğer banka ve mali kurumları biraraya getirerek konsorsiyumun oluşturulmasından ve kredi koşullarının yürütülmesinden sorumludur. Hizmetleri karşılığında ise komisyon almaktadır. Tahvil ihraç ederek borçlanmak isteyen kurum, bu önder bankayla ilişkiye geçmekte ve kredi koşullarını görüşerek anlaşma sağlanmaktadır.

Konsorsiyumu oluşturan kurumlar, çıkartılan tahvilleri kendi piyasalarındaki müşterilere satışa sunarlar. Buna *underwriting (yüklenim) hizmeti* denmektedir. Ancak burada tam yüklenim veya kısmi yüklenim yöntemleri söz konusu olmaktadır.

ZC YÜKSEK ÖZGÜRETTİM KURUMU A.Ş.
BORÇLANMA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tam yüklenim yönteminde, konsorsiyumu oluşturan bankalar, müşterilerine satamadıkları tahvilleri kendileri satın alırlar. Dolayısıyla ödünç alan bakımından belirli miktarda bir kredi önceden kesinleşmiş durumundadır. *Kısmi yüklenim (en iyi çaba) yönteminde* ise konsorsiyum, tahvillerin satışı için elinden gelen çabayı gösterir ancak satılamayanlar için herhangi bir yükümlülükte bulunmaz veya bunların ancak bir kısmını satın almayı üstlenir. Hiç kuşku yok ki fon sağlamak isteyenler için bu yöntem birincisi kadar tercih edilmez.

Konsorsiyumların ödünç verenler açısından en önemli yararı, kredinin faiz ve ana parasının geri ödenmesi açısından yatırımcıya sağladıkları güvencedir. Böylece ödünç alanın kredi itibarı yerine, konsorsiyuma katılan bankaların kredi itibarı geçmiş olmaktadır. Fon sağlamak isteyen kuruluşlar da bu sayede uluslararası piyasalara çıkmış olurlar. Bunun özellikle uluslararası mali çevrelerde tanınmayan kuruluşlarca önemi büyüktür. Ayrıca ödünç alıcı bu yöntem sayesinde tek bir bankanın sağlayamayacağı kadar büyük hacimde kredi elde etme olanağına kavuşur. Bankalar yönünden de yöntemin önemli yararları vardır. Öncelikle tek banka yerine bir konsorsiyumun geçmiş olması, riskin bölüşülmesine olanak verir. Ayrıca özellikle ufak bankalar bu tür birliklere girerek bunların sağladığı yüksek getirilerden yararlanırlar.

Bugün çok uluslu şirketler ve ulusal hükümet kuruluşları bu kaynaktan yaygın biçimde yararlanmaktadır. Türkiye de zaman zaman tahvil ihracı yoluyla Tokyo ve Frankfurt gibi piyasalardan uzun vadeli krediler sağlamıştır.

Çeşitli piyasalar arasında tahvillerin getiri oranlarında önemli farklar yaratacak nedenler vardır. Bunlar:

— Tahvillerde siyasal risk kısa süreli para piyasası araçlarına göre çok daha yüksektir. Çünkü tahvillerin süresi boyunca politik eğilimleri önceden görmek olası değildir.

– Tahvillere yatırım kararlarında vergiler önemli derecede etkili olur. Nedeni ise vergi sonrası getirilerde önemli farklılıklar ortaya çıkmasıdır.

– Tahvillerde yeniden satılabilme (likidite) düşüncesi, para piyasası araçlarından çok daha fazla etkili olmaktadır.

– Vadeli teslim piyasasında yabancı tahvil satın almalarına karşı kur güvencesi sağlamak oldukça güçtür. Vadeli döviz piyasasında 2 yıldan uzun süreli sözleşme uygulamasına çok ender rastlanır. Oysa tahvillerin süresi 5-10 yıl arasında değişir.

2.3.2.1. Eurotahviller

1960'lı yıllarda Avrupa ülkelerindeki kısıtlayıcı uygulamalar ve para birliğine yönelik girişimlerin yetersizliği Avrupa'da bir tahvil piyasasının doğuşunu engellemiştir. Almanya dışında birçok Avrupa ülkesinde yabancıların borçlanma düzeyine sınırlama getirilmesi, birçok Avrupa ülkesinin ulusal sektörlere öncelik vermesi entegre olmuş bir tahvil piyasası yerine eurotahvil piyasasının oluşumuna zemin hazırlamıştır. Bu nedenlerden dolayı 1963'te uluslararası yatırımcıların uzun vadeli fon teminine olanak sağlayan eurotahvil piyasası ortaya çıkmıştır.

Eurotahviller, ihracı yapan ülkenin kendi para birimi dışındaki bir döviz cinsinden ve uluslararası bir konsorsiyum aracılığı ile bir banka ve/veya sendikasyon tarafından birden fazla ülkede aynı anda ihraç edilen genellikle hamiline yazılı tahvillerdir⁷. Sendikasyondaki mali yüklenicilerden herbiri, çıkartılan tahvillerden payına düşen miktarı kendi ulusal piyasasında pazarlamaya çalışır.

Eurotahviller, bankalar aracılığıyla aynı anda bir çok ülkede satışa sunulurlar. Ancak tahvilin parasına bağlı olarak çıkarılan ülkenin piyasasında

⁷ İMKB., Borsa Terimleri Sözlüğü, İstanbul, 2002, s.8.

veya o ülkede yerleşik kişilerce satın alınamazlar. Hemen hemen tüm eurotahviller ada göre değil taşıyana yazılı biçimde olurlar.

Eurotahvil piyasalarının temel varlık nedeni, diğer sermaye piyasalarına göre büyük ölçüde hükümet kısıtlamalarının dışında kalmaları ve gelirlerinin vergilendirilmemesidir. Yatırımcının faiz gelirlerinin vergi dışı olması da bu piyasalardan düşük faizle borçlanmaya olanak vermektedir. Bu açıdan eurotahvil çıkartan bir firma, bu piyasadandan hem daha düşük bir toplam maliyetle borçlanabilir, hem de Kuzey Amerika, Batı Avrupa ve Uzakdoğu gibi değişik merkezlere ulaşarak borç kaynaklarını çeşitlendirebilir. Bugün eurotahvil piyasası işlemlerinin yarısından fazlası İsviçre bankalarınca yapılmaktadır.

Eurotahvillerin bağlandığı temel para birimleri USD ve EURO'dur. Bununla birlikte kur riskine karşılık, *iki paraya bağlı tahviller (dual currency euro bonds)* ve ikiden fazla ulusal para birimine bağlı *para sepetleri (money basket)* de eurotahvillerde kullanılmaktadır.

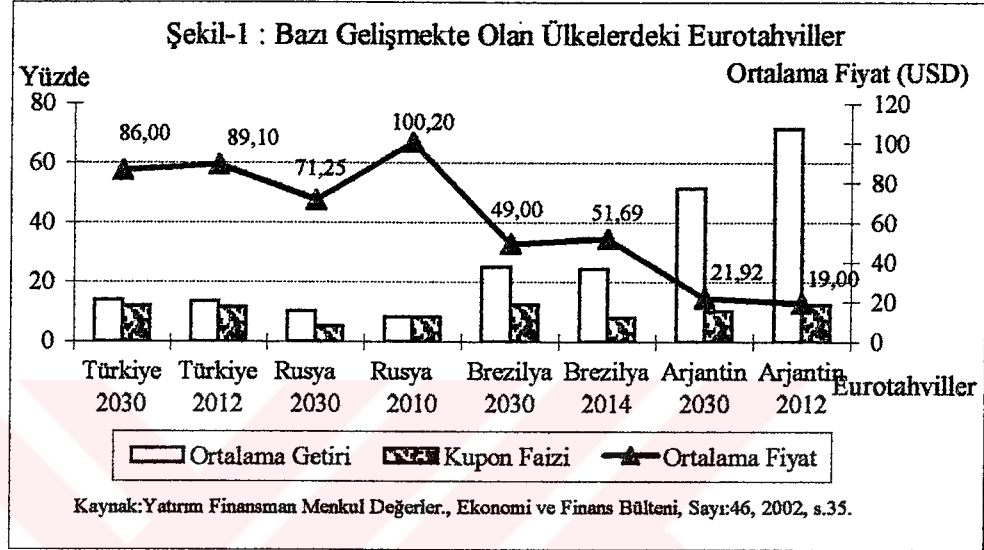
Eurotahviller de kolayca vadesinden önce alınıp satılabilmektedir. Öyle ki bugün ABD'de eurotahvil piyasası likidite açısından yurtiçi tahvil piyasasından sonra ikinci sıraya yükselmiştir.

Son yıllarda eurotahvil piyasasında çok önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Bunda en önemli etken swap tekniğinin ortaya çıkmasıdır. Bugün eurotahvil ihracının %70'inin swap işlemlerinden kaynaklanmaktadır.

Mali liberalleşme ile eurotahvil piyasasının bir ölçüde maliyet avantajını kaybedeceği düşünülebilir. Bununla birlikte eurotahvil ihracı, yurtiçi tahvil ihracına oranla yasal düzenleme ve kayıt zorunluluğu yönünden daha düşük bir maliyet gerektirdiği sürece, dış yatırımcılar açısından çekiciliğini koruyacaktır.

Şekil-1'de bazı gelişmekte olan ülkelere ait eurotahvillerin getirileri, fiyatları ve kupon faizlerine göre karşılaştırılması yer almaktadır. Ortalama

fiyatlar açısından ilk sırada olan 2010 vadeli Rusya eurotahvili, ortalama getiri açısından ise son sıradadır. 2012 ve 2014 vadeli Türk eurotahvilleri ise fiyat bakımından yüksek, getiri ve kupon faizi bakımından ise orta sıradadır. Arjantin eurotahvillerinin ise fiyatları düşük olmakla birlikte ortalama getirileri hayli yüksek seyretmektedir.



2.3.2.2. Yabancı Tahvil Türleri

Dış piyasalarda en fazla kullanılan yabancı tahvil türleri şunlardır:

❖ Sabit - Değişken Faizli Tahviller:

Sabit faizli tahvillerin sabit miktarlı kuponları ve belirli vadeleri vardır. Vade sonunda anaparanın tamamı geri ödenir. Ancak bu tür tahviller, faiz değişmelerine göre bir ayarlama yapılamadığı için bir gelir ve ödeme riski taşırlar.

Değişken faizli tahvillerde ise kupon ödemeleri yarı yıllık olarak değişken oranlı temele göre yapılır. Kupon faizleri LIBOR'a sabit bir marj eklenerek belirlenir. Böylece her altı ayın sonunda para piyasalarındaki gelişmelere göre faiz oranları da ayarlanmış olur. Bu sayede hem yatırımcı, hem de ödünç alan

açısından piyasa faizlerindeki değişmelerden zarara uğrama olasılığına karşı güven sağlayıcı bir önlem alınmış olur. Değişken faizli tahviller anaparanın enflasyon karşısında korunmasını değil, faiz gelirlerinin enflasyona karşı korunmasını sağlarlar.

❖ *Devlet - Özel Sektör Tahvilleri:*

Hazine'nin bütçe açıklarını kapatmak ve dönemsel ihtiyaçlarını karşılamak üzere uzun vadeli olarak ihraç ettiği tahviller devlet tahvilleridir. Anonim ortaklıkların ihraç ettiği tahviller ise özel sektör tahvili olarak adlandırılır. Devlet tahvillerinin ulusal ve uluslararası piyasalarda işlem görebilmesi, teminat olarak kullanılabilmesi ve likidasyonunun yüksek olması gibi nedenlerle faiz oranları özel sektör tahvillerine oranla daha düşüktür.

❖ *Garantili - Garantisiz Tahviller:*

Faiz ve anapara ödemelerinin önceden bildirildiği zamanda ödenmemesi riskine karşılık tahvil, bir banka veya holdingin garantisini taşıyabilir. Bu tür tahvillere garantili tahviller denir. Verilen garanti, faiz ve anapara ödemelerinin zamanında yapılacağıın, yapılmaması durumunda ise kendisi tarafından üstlenileceği teminatıdır. Böyle bir garantiyi taşımayan tahviller garantisiz tahviller olarak isimlendirilir. Uygulamada piyasada tanınmayan şirketlerin garantili tahvil ihraç ettikleri görülmektedir.

❖ *Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller:*

Uluslararası tahvil piyasalarının en yeni araçlarından biridir. Faiz ve ödeme özellikleri yönünden sabit oranlı tahvillere benzerler. En önemli özellikleri, vadeleri dolmadan önce belirli bir fiyattan şirketin hisse senetlerine dönüştürülebilmeleridir. Bu özelliği sayesinde uluslararası borç vericiler daha düşük kupon faizlerini kabul edebilirler.

Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilin iki yönlü faydası vardır. İlki, bir tahvil olarak daha yüksek bir verim vaad eder. Aynı zamanda hisse fiyatları arttığında hisse senedine çevrilirse daha yüksek bir getiri elde etmek mümkündür. Bu araç, yatırımcının gözünde tahvil ve hisse senedi piyasalarını birbirine bağlamakta olup, son zamanlarda uluslararası piyasalarda bu araçların miktarı giderek artmıştır.

❖ *Endeksli Tahviller:*

Enflasyondan korunmak amacıyla faiz getirisinin ve anaparanın korunmasını amaçlayan bir tahvil türüdür. Tahvil, dövize veya altına bağlanarak sabit bir faiz oranı verilir. Tahvilin endekslediği kıymetin alacağı değere göre faiz getirisi ve dönem sonunda geri ödenecek anapara hesaplanır.

❖ *Sıfır Kuponlu Tahviller:*

Bu tahvillerde bir faiz ödemesi öngörülmez. Ama üzerlerinde kayıtlı değerlerin altındaki fiyatlardan, diğer bir deyişle iskontolu olarak satılırlar.

2.3.3. Uluslararası Depo Sertifikası Yatırımları

Depo sertifikası, yerel bir saklama kuruluşunda depo edilen yabancı menkul kıymetleri temsilen çıkarılan ve bu menkul kıymetlerin verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, hamiline yazılı, nominal değeri temsil ettiği yabancı menkul kıymetin para birimi cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracıdır.⁸

ADR (American Depositary Receipts-Amerikan Emanet Makbuzu), ABD'de yabancı hisse senedi alım satımında kullanılan bir sistemdir. Bu belgeler, Amerikan borsalarına kaydedilen sınır ötesi hisse senetlerini temsilen bir banka tarafından çıkartılan belgelerdir. Hisselerin kendisi bir bankada tutulmakta ve onların yerine bu sertifikalar hissenin kendisi gibi alınıp satılmaktadır. Bu yöntem

⁸ İMKB, Borsa Terimleri Sözlüğü, İstanbul, 2002, s.7.

yatırımcıya kolaylık sağlar. Örneğin yatırım gelirlerinin tahsil edilmesi, vergilerin ödenmesi, ulusal paraya çevrilmesi gibi işlemler ilgili banka tarafından yerine getirilir.

ADR'ler emtialar için kullanılan ambar makbuzu gibidir. Depo edilen menkul kıymetler tipik olarak sermayeyi temsil eden menkul kıymetlerdir. Nadir olarak borçlanma senetlerini de temsil eden menkul kıymetler de vardır.

Depocular genellikle The Bank of New York, Bankers Trust Company, Citibank N.A., Morgan Guaranty, Trust Company of New York, Security Pacific National Trust Company gibi ABD bankaları veya trust company'lerdir. Ancak sadece banka olması zorunlu değildir. Depocu çoğu zaman bir saklama kuruluşu seçer. Bu saklama kuruluşu, ilgili menkul kıymetin ihraç edildiği yabancı ülkededir.⁹

ADR anlaşmaları, doğrudan yabancı menkul kıymet sahipliği hariç, ABD yatırımcılarına pek çok yararlar sağlar. Depocu veya onun yabancı bürosu ya da muhabiri, temettü açıklamalarını takip eder, bunları tahsil eder ve dolara çevirir. ADR'nin takas ve saklama süreci genellikle ABD yurtiçi menkul kıymetlere uygulanan yöntem ile aynıdır. Bu, yatırımcılara yabancı menkul kıymetlerin ABD'deki otomatik sisteme ve zaman periyoduna göre takası ve saklanması hizmetlerini sağlama hakkı verir.

ADR anlaşmaları, ABD yatırımcılarına yabancı menkul kıymetlere doğrudan sahip olmaktan daha çok, transfer ve yabancı para cinsinden ödenen temettülerin kendi paralarına dönüştürülmesi gibi bir çok yararlar sağlar. Son 5 yılda ADR'ler ayrıca özelleştirme, şirket birleşmeleri ve ele geçirme, yeniden yapılanma, yabancı hükümetlerin borçlanma ihracı ve istihdam finansmanı gibi özel amaçlar için de kullanılmaktadır.

⁹ VURGUN, Kudret., Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler, İMKB Yayın No: 4, İstanbul, 1995, s.14.

ADR'ler sadece Amerikalılar tarafından alınmaz, uluslararası alanda da yatırımcılar tarafından alınırlar. Ayrıca International Depositary Receipts (IDR), Continental Depositary Receipts (CDR) ve European Depositary Receipts (EDR)'ler de uluslararası piyasalarda işlem görmektedir. EDR'ler genelde Japon firmalarının Avrupa piyasalarına girmesinde kullanılır. Farklı uluslararası piyasalarda eşzamanlı olarak ihraç sözkonusu ise depo sertifikaları, Global Depositary Receipts (GDR) olarak adlandırılırlar.

ADR, hamiline senetlerin problemlerini azaltır ve yabancı kuruluş ile ilgili bilgilerin elde edilmesini sağlar. Bu sayede ilgili menkul kıymetler dolaşmadan ADR'lerin transferi ile sözkonusu menkul kıymetler transfer edilmiş olur.

Yabancı menkul kıymet piyasalarında yatırım yapmada, o ülkenin hukuk sistemine uyulması zorunlu kılındığından ülkeler arası zaman farklılıkları, ekonomik, siyasi ve sosyal risklerle birlikte piyasalara erişim güçlükleri ADR'ler aracılığıyla yatırım yapmayı cazip hale getirmektedir.

Çoğunlukla yabancı menkul kıymetler hamiline yazılı şekildedirler. Bu yüzden, menkul kıymet sahiplerinin listesi takip edilemez. ADR kullanımı, hamiline yazılı senetlerin getirdiği birçok problemi çözer. Örneğin temettü açıklamaları yabancı ülkelerde basın yolu duyurularıyla yapılır. Hamiline senet sahibi, elindeki senedi ödemeyi yapan bankaya göstererek temettüyü tahsil eder. Ancak ABD'li yatırımcı, temettü açıklamalarını izleyecek ve onları tahsil edecek durumda değildir. Ayrıca ADR uygulaması sayesinde ABD'li yatırımcılar, yabancı menkul kıymetlerin temettülerini yabancı para cinsinden tahsil ederler.

ADR ihraç edildiğinde, depocunun yabancı ülkedeki muhabiri temettü duyurularını takip eder, temettüleri tahsil eder, onları dolara çevirir ve ADR sahiplerine ödemeyi yapar.

ADR kullanımı, yabancı ihraççı ile ilgili bilgilere de ulaşma olanağı tanır. Çoğunlukla yabancı şirketlerin ABD'li yatırımcılar ile ilişkide bulunması federal

kanunlar ile sınırlandırılmıştır. Oysa depocu veya bunun şubesi, ADR'nin yasal sahibi olarak yabancı ihraççının gönderdiği duyuru, haber ve diğer iletişimleri elde eder. Menkul kıymetler hamiline olmasına rağmen, depocu banka onunla ilgili bilgilere ulaşmak için en iyi konumdadır. ADR programları sayesinde şirketler yatırımcı tabanlarını geliştirirler, hisse senedi fiyatlarını artırır. Bu, özellikle küçük ölçekli ulusal sermaye piyasaları olan ülkelerdeki sermayesi geniş tabana yayılmış büyük şirketler için geçerlidir.

Tablo-3: Depo Sertifikalarının Yararları

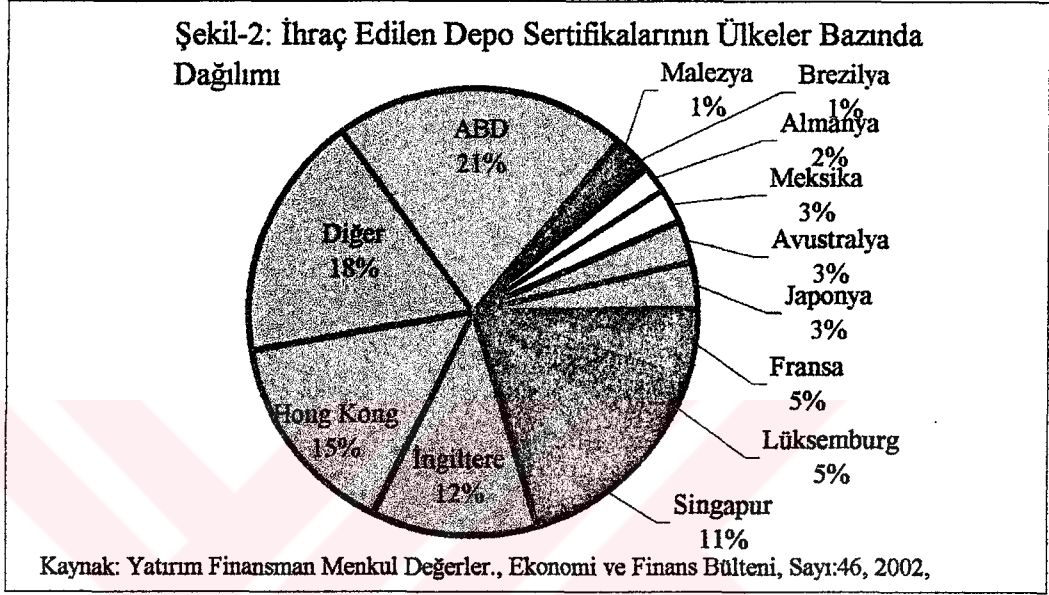
İhraççılara	Yatırımcılara
<ul style="list-style-type: none"> * İhraççı, ABD finans piyasasına girerek imajını geliştirir. * Mevcut hissedar tabanını genişletir ve çeşitlendirir. * Endüstrideki rakipler ile karşılaştırılabilir şekilde hisse adedi ayarlanarak ADR fiyatları belirlenebilir. * Yerel hisse fiyatları, global talep ve işlemlere bağlı olarak artabilir. * İhraççı, hisselerinin pazarını genişleterek likiditesini artırır. 	<ul style="list-style-type: none"> * Sadece ABD menkul kıymetlerine yatırım yapmak ile sınırlandırılmış bulunan kurumsal yatırımcılara, ADR gibi ABD menkul kıymetleri ile özdeş yabancı menkul kıymetlere yatırım yaparak çeşitlendirme olanağı verir. * Yerel piyasa dışındaki yatırımcılara, hisselerini dolar bazında ADR'ye çevirme olanağı verir. * ABD takas ve saklama sisteminde işlem olanağı tanır. * Hisse fiyatları dolar cinsinden gösterilir ve kâr payları dolar olarak ödenir.

Kaynak: VURGUN, Kudret., Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler, İMKB Yayın No: 4, İstanbul, 1995, s.19.

Depo sertifikaları birleşme, edinim ve iştirak yapısını geliştirme programlarının uygulanabilmesi için vergi avantajı sağlayan alternatif fon kaynağı özelliğindedir. Depo sertifikasını birleşme, edinim uygulamalarında ödeme aracı olarak kabul eden satıcı, bunları satıp nakte çevirinceye kadar vergi avantajı elde etmiş olmaktadır. Yani satış işlemi gerçekleştiğinde vergi doğmaktadır.

Depo sertifikalarının bir diğer yararı da, hükümetlerin özelleştirme ile yurtdışından sermaye sağlamalarında kullanılabilmesidir. Özelleştirme uygulamalarında yerel piyasadan uzak dış yatırımcılar depo sertifikalarını daha

çok tercih etmektedirler. Buna verilecek en iyi örnek 1993 yılında Arjantin hükümetinin özelleştirme kapsamında YPF S.A. unvanlı petrol şirketinin 2,4 milyar USD tutarındaki depo sertifikalarını ihraç ederek New York Borsası'na kote ettirmesidir.



Şekil-2'de görüldüğü üzere 2000 yılı verilerine göre Dünyada depo sertifikalarını ihraç eden ülkeler sıralamasında ABD başta gelmektedir. Hong Kong, İngiltere ve Singapur ABD'yi takip etmektedir. Grafik incelendiğinde depo sertifikaları ihracında Amerika ve Doğu Asya ülkelerinin hakimiyetinin olduğu açıkça görülmektedir. Bunda en büyük etken bu ülkelerdeki depo sertifikaları düzenlemelerinde, özellikle kurumsal yatırımcılara pek çok kolaylığın getirilmiş olmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerden Meksika, Brezilya ve Malezya ise depo sertifikaları ihracında önemli paylar almaktadırlar. 1993 yılında Garanti Bankası ADR depo sertifikasını kullanarak dünya piyasalarından sermaye temin eden ilk Türk kuruluşu olmuştur.

2.3.4. Diğer Uluslararası Sermaye Piyasası Araçları

Bonolar: İskontolu olarak satışa sunulan kısa vadeli bir sermaye piyasası aracıdır. En yaygın kullanım şekli, devletin dönemsel nakit ihtiyaçlarını

karşılmak üzere ihraç edilen hazine bonosudur. Kalkınma ve yatırım bankalarının borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç ettiği bonolar banka bonoları olup bir bankanın garantisi altında ihraç edildiği takdirde banka garantili bonolar olarak adlandırılmaktadır. Banka bonolarının dışında kalan bonolar ise finansman bonolarıdır. Bonoların en önemli özelliği tedavül kabiliyeti ve likiditesinin yüksek oluşudur. Getirisi, vadeye kadar olan gün sayısını esas alan iskontolu fiyatı ile üzerinde yazılı fiyatı arasındaki pozitif farktır.

Gelir Ortaklığı Senetleri: Kamuya ait altyapı yatırımlarının (köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu vb.) gelirlerine gerçek veya tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılmış senetlerdir. Ödeme dönemleri dışında birikmiş gelir payları istendiği an nakde dönüştürülebilir. Bu nedenle likiditesi oldukça yüksek bir sermaye piyasası aracıdır.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK): İhraççının kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya devralınan alacakları karşılığında ihraç edebilecekleri bir menkul kıymettir.

Gayrimenkul Sertifikaları: İnşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraççılar tarafından çıkarılan vadeli bir menkul kıymettir. Nominal değerleri eşit ve hamiline yazılı olarak ihraç edilir. Gayrimenkul sertifikaları sahipleri, gayrimenkulün mülkiyetine sahip olabilme veya o tarihteki rayiç değer üzerinden satılması sonucu oluşacak fiyat farkından kazanç elde edebilme olanağına sahiptir.

Katılma Belgeleri: Belge sahibinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senettir. Yatırım fonları tarafından ihraç edilir. Nominal değer taşımaz. Katılma belgesinin temsil ettiği değer, kurucu tarafından oluşturulmuş bulunan fon portföyündeki katılım payını ifade eder. Fon portföyünün alacağı her parasal değere göre bir payın değeri belirlenir.

Türev Ürünler: *Vadeli işlemler*, ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak herhangi bir malın; vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir. Belli nitelikteki ve belli miktardaki bir kıymetin bugünden, gelecekteki bir tarihte belirlenmiş bir fiyat üzerinden teslimini veya teslim alınmasını hükme bağlayan işlemler ise *futures işlemlerdir*. *Opsiyon sözleşmeleri* ise, sözleşmeyi elinde bulunduran bireysel veya kurumsal yatırımcıya belli bir varlığı belli bir fiyattan, ileride belirlenmiş bir tarihte veya öncesinde satın alma veya satma hakkı veren finansal bir araçtır.¹⁰

Sermaye piyasası araçları üzerine yapılan opsiyon, futures ve swap piyasalarında da çok önemli artışlar olmuştur. Artık döviz ve faiz risklerinden korunma kavramının yerini, her türlü döviz ve faiz pozisyonunu alabilmeyi sağlayan sözleşmeler almaktadır. Özellikle swap piyasasında büyük artışlar görülmüş ve bu piyasa Eurotahvil piyasasının arkasındaki itici güç haline gelmiştir. Son yıllarda hisse senedi swapları bir finansal yenilik olarak sermaye piyasalarında kullanılmaktadır. Hisse senedi swaplarının en önemli yararı, birçok ülkede hisse senedi sahipliğini direkt olarak pahalı hale getiren ya da imkansız kılan vergi ve kamusal düzenlemeler gibi iş engellerinin üstesinden gelmeleridir.

1997 yılı itibarıyla türev ürünler piyasasının büyüklüğü 2,8 trilyon USD'dir.¹¹ Türev piyasalardaki işlem miktarları hızla büyümesine rağmen, tahviller, hisse senetleri ve döviz borsalarındaki işlemlerle karşılaştırıldığında ölçeği nispeten mütevazı kalmaktadır. Bunun belli başlı nedenleri aşağıdadır:

- Türev ürünler konusundaki bilgi eksikliği ve türev ürünlerin yapısındaki karmaşıklık.
- Akademik ve pratik yaşamda türev ürünlerin tanıtımındaki eksiklik.
- Ticari tecrübe eksikliği ve yabancı uzman yatırım şirketlerinin olmayışı.
- Türev ürünlerle ilgili altyapının ve yasal yapının eksikliği.

¹⁰ CEYLAN, Ali., *Finansal Teknikler*, Ekin Kitabevi Yayınları, 3.baskı, Bursa, 1998.

¹¹ KORKMAZ, Turhan., "Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü", *İMKB Dergisi*, Sayı: 17, Ocak/Şubat/Mart 2001, İstanbul, s.78.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINDA GETİRİ-RİSK ANALİZİ

3.1. DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINDA RİSK FAKTÖRLERİNİN GRUPLANDIRILMASI

Uluslararası yatırımların yatırımcılara sunacağı kazançlarda meydana gelebilecek farklılaşmalar toplam risk faktörünü ifade etmektedir. Yatırım riski; yatırım yapılacak sektöre, bölgeye, kullanılan finansal kaynak türüne ve yatırımcının tercihlerine bağlı olarak farklılaşmaktadır. Uluslararası yatırımlarda risk üç ana grupta toplanabilir:

- Global risk
- Ülke riski
- Mikro-ekonomik risk (sektör ve firma riskliliği)

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

- Sistemik risk (çeşitlendirilemeyen risk)
- Sistemik olmayan risk (çeşitlendirilebilen risk)

Sistemik risk kavramı ile aynı pazarda bulunan her bir finansal varlığın sahip olacağı piyasa riski ifade edilmektedir. Dünya piyasası için düşünüldüğünde, dünya konjonktürel riski sistemik risk olacaktır. Portföy çeşitlendirmesi yapmakla sistemik riskten kaçınmak mümkün değildir. Çünkü en iyi oluşturulmuş bir uluslararası portföy dahi en azından global olaylara karşı duyarlı olacaktır.

Sistemik olmayan risk kavramı ise ülke riski, sektör riski ve firma riski toplamını ifade eden bir kavramdır. Herhangi bir firmanın, yönetiminden kaynaklanacak olan her türlü başarısızlık, sistemik olmayan risk grubunda

düşünülebilir. Ancak firmanın örneğin uluslararası petrol krizinden etkilenmesi sistematik riski ifade etmektedir.

Global risk ve ülke riskleri her bir finansal proje ve yatırımı farklı boyutlarda etkileyecektir. Örneğin 1991 Körfez Krizi sistematik olarak nitelenecek bir riskin gerçekleşmesidir. Kriz farklı ülkelerde farklı etkilerle yansımıştır. Bu yansımanın boyutları özellikle krizin niteliğine, ülke riskine ve mikro riske bağlı olarak değişebilmektedir. Özetle, risk grupları arasındaki ilişkinin derecesi en az riski gruplandırmak kadar önemlidir.

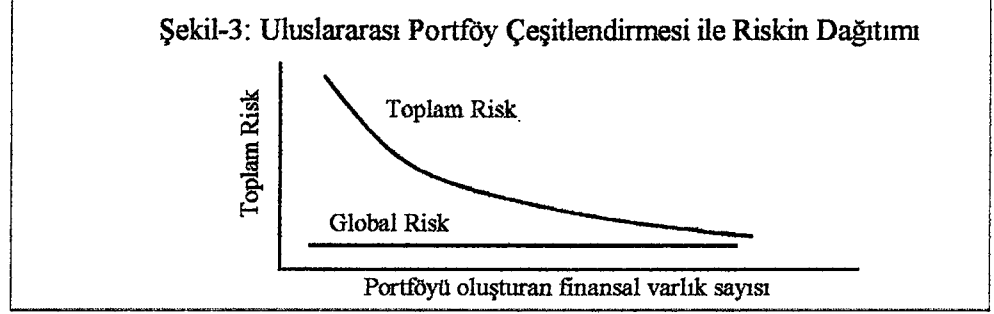
3.1.1. Global Risk

Global riskin en iyi göstergesi, uluslararası nitelikteki finansal araçların getirisindeki değişimler ve uluslararası ticarete büyük öneme sahip malların arz ve talep durumudur. Örneğin OPEC üyesi ülkelerin 1983 yılında petrolün fiyatını düşürmesi tüm dünya piyasalarını etkilemiş bir karardır.

Finansal anlamda hangi ülkeye yatırım yapılırsa yapılsın, katlanılması gereken bir risk değeri vardır. Dolayısıyla bu risk, global portföy oluşturmak suretiyle de yok edilemeyecektir. Özellikle uluslararası piyasaların entegre olması ile bu risk daha da belirginleşir. Şekil-3'den de anlaşılacağı üzere portföye alınan varlık sayısına bakılmaksızın sabit bir global risk bulunmaktadır.

Bir ülkenin finansal varlıklarından oluşan portföyün riski (şekil-3'te toplam risk), çeşitlendirme arttıkça düşmektedir. Ancak bu düşüş oransal değildir. Örneğin bir portföyde hisse senedi sayısı arttırıldıkça, bu portföye eklenen bir finansal varlığın değişkenliğindeki marjinal düşüş gittikçe azalmaktadır. Fazla sayıdaki hisse senedinden oluşan portföyün riski belirli bir seviyenin altına (global risk seviyesi) hiçbir zaman indirilemez. Çünkü tüm hisse senetlerinin fiyatları birlikte hareket eder ve iyi çeşitlendirilmiş olan portföyün getirisi piyasa ile yüksek bir korelasyon gösterir. Örneğin bir ABD yatırımcısının sadece ABD pazarına yapacağı yatırım ile bu piyasa riskini yok etmesi mümkün değildir. Çok

uluslu firmalar, ülkeler bazında çeşitlendirmeye giderek risklerini en aza indirirler. Böylece bu tip firmaların toplam risklerinin büyük kısmını global risk oluşturacaktır.



3.1.2. Ülke Riski

Sermaye çekmedeki sınırlamalar, kamulaştırma, vergi cezası vb. gibi olasılıkları içeren ülke riski, uluslararası yatırımlarda önemli risklerdir. Bu risklerin önceden tahmini dış yatırımcılar açısından oldukça zordur. Ülke riskinin her bir firmayı aynı derecede etkilemeyeceği varsayılmaktadır. Bundan dolayı her bir firma için sektörü de dikkate alarak politik riskin firma bazında yansımalarının hesaplanması önerilir.

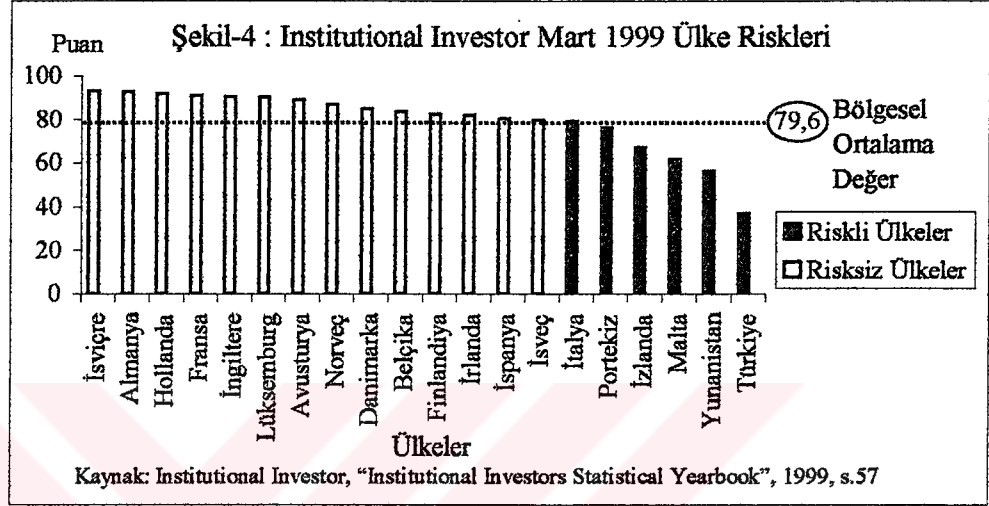
Politik istikrarın sağlandığı ve serbest piyasa ekonomisinin olduğu piyasalarda ekonomik büyümenin de reel anlamda sağlanması, bu piyasaları yatırıma uygun hale getirmektedir.

Bir ülkenin dış rekabetteki gücü de, ülke riskini belirleyici unsurlar arasındadır. Örneğin uluslararası ihalelerde ülke firmalarının konsorsiyumlarda bulunabilmesi ve başarılı olması, ülkedeki çok uluslu firmaların reel ekonomiye katkılarındaki büyüme, ülke riskini azaltıcı gelişmelerden sayılabilir.

Ülke riski analizleri uluslararası özel danışmanlık şirketlerinde yapıldığı gibi çeşitli uluslararası organlar tarafından da yapılır. Şekil-4'de Institutional Investor tarafından Avrupa ülkeleri için Mart 1999 dönemi ülke riskleri ye

EC YÖRÜK ÇEVRETTİM KURULU
DANIŞMANLIĞI ANA ŞİRKETİ

almaktadır. Grafikte de görüldüğü gibi 20 Avrupa ülkesi arasında Türkiye 36,9 puanla sonuncu sırada, dünya sıralamasında ise 68.sırada yer almaktadır. Kuruluşun saptadığı bölgesel ortalama değerinin altında kalan ülkeler riskli ülkeler olarak sayılmaktadır. En az riskli bulunan ülkeler ise İsviçre, Almanya ve Hollanda olmuştur.



Bu tür ülke riski analizlerinde dikkate alınan politik göstergelerin başlıcaları; devlet içindeki yolsuzluklar ve organize dini hareketler, ırkçı ve aşırı milliyetçi faaliyetler, siyasi darbeler, partizanlık (politik, etnik, dini veya dilsel), politik terörizm, iç savaş olarak sayılabilir. Diğer yandan ekonomik göstergeler de (enflasyon, ihracatın borçları karşılayabilme oranı, dış ticaret dengesi, ihracat yoğunluğu, ithalat bağımlılığı, kişi başına düşen milli gelir, gayri safi milli hasıla) büyük önem arz etmektedir.

3.1.3. Mikro-ekonomik Risk

Yabancı yatırımcı, öncelikle sermayesine göre hangi ülkelere yatırım yapacağına karar verir. İkinci aşamada her bir ülke içinde hangi firmalara yatırım yapmanın uygun olabileceğini portföyüne göre saptar. Mikro-ekonomik risk ve yukarıda belirtilen ülke riskinin birlikte düşünülmesi ile uluslararası portföyün sistematik olmayan bölümü belirlenebilir. Yerel piyasadaki firmaların riskinin

tahminlenmesinde kullanılan pek çok metottan en yaygın olanları; finansal rasyoların kullanılarak şirketin mali yükümlülüklerini karşılayabilme yeteneği, politik risklere bağımlılığı, uluslararası rekabet gücü gibi özelliklerin analiz edilmesidir.

Bunların dışında dış yatırımcılar, *uluslararası pazarlayabilme riski ve bilgi edinme riskleri*yle de karşı karşıyadırlar. Uluslararası pazarlayabilme riski, bazı yabancı finansal varlıkların kolaylıkla paraya dönüştürülememesi dolayısıyla ortaya çıkan risktir. Yüksek piyasa değerlerine 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. Bilgi edinme riski ise içeriden öğrenen ve kendi ülkeleri hakkındaki bilgilere kolaylıkla ulaşabilen diğer yabancı yatırımcılara karşı rekabete zorlanmadan kaynaklanan risktir. Bu durum dışarıdan yatırım yapan yatırımcılar için bir dezavantaj oluşturur.

Yukarıda ana hatlarıyla belirtilen risk gruplarına göre bir ülke için yatırım riskinin belirlenmesinden ayrı olarak dış ülkede yatırım riski doğrudan döviz paritelerindeki değişimlerle ilişki içindedir. Daha net bir ifadeyle, farklı piyasalardaki farklı yatırım araçlarının tek bir para birimi ile karşılaştırılabilmesi önem kazanmaktadır. Bu nedenle dolaylı yabancı sermaye yatırımı analizi için basit olarak iki grup risk düşünülebilir: Yerel piyasa riski ve döviz riski.

3.2. PORTFOLYO DENGESİ YAKLAŞIMI

Yatırımcının bir dönem sonunda elde etmek istediği getiriye rasyonel olarak tahminlemesine dayalı hesaplanacak getiriler, beklenen getiriye ifade eder. Beklenen getiri, normal dağılım varsayımına dayanarak en basit ifadeyle aritmetik ortalama ile hesaplanmaktadır. Bir menkulün beklenen getirisi, onun sağlayacağı faiz veya temettü gelirleri ile menkulün piyasa değerindeki değişimlere bağlı olan sermaye gelirlerini kapsar. Menkulün yabancı menkul olması durumunda buna bir de yabancı paranın kurundaki değişimlerin doğuracağı getiri oranını eklemek

gerekir. Portföy için beklenen getiri de portföye alınan finansal varlıkların beklenen getiri değerlerinin ağırlıklı ortalaması olmaktadır.¹²

Yatırım kararı verilirken, diğer yandan yatırımın risk düzeyi de dikkate alınır. Risk, yatırım gelirlerindeki değişkenliği ifade eder. Yatırımdan beklenen gelirlerdeki değişkenlik ne derece yüksekse, yatırım o ölçüde riskli kabul edilir. Portföy yatırımlarında risk, portföyü oluşturan finansal varlıkların birlikte oluşturdukları risk değeri olup bireysel risk değerlerinin ağırlıklı ortalaması değildir. Risk hesabı temelde varyans analizine dayanmakta olup finansal varlıkların getirileri arasındaki ilişkiler de toplam riski etkilemektedir.

Yatırımın riski arttıkça bu riske katlanılması için elde edilmesi umulan getiri de artar. Genellikle hazine bonoları risksizdir. Bunların getirisi piyasa değişmelerinden etkilenmez. Sırasıyla devlet tahvilleri, özel şirket tahvilleri ve özel şirket hisse senetlerine doğru çıktıkça risk de artar.

Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında farklı yatırım fırsatları arasında seçim yapmak üzere, yatırımcı rasyonel olarak iki yönlü bir karar verebilir. Bunlardan birincisi, aynı beklenen getirileri sağlayacak yatırımlardan riski daha düşük olanın; ikincisi de aynı risk değerlerine sahip olanlardan getirisi daha yüksek beklenenin tercih edilmesidir. Bu da herşeyden önce portföye katılacak menkullerin çeşitlendirilmesini gerektirir. Markowitz'in Modern Portföy Teorisi'nin ünlü kuralına göre, riskin en aza indirilmesi açısından "*bütün yumurtaların aynı sepete konmaması gerekir*".

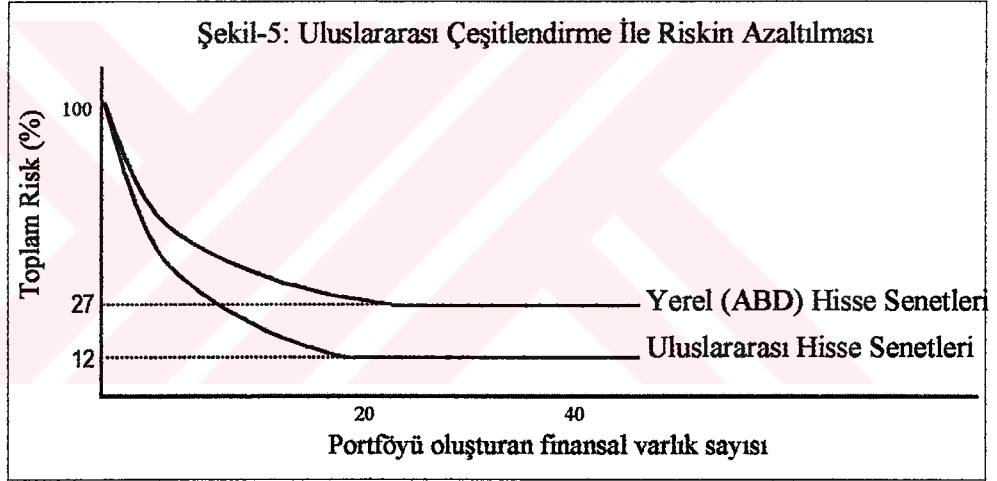
3.3. DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINDA ULUSLARARASI PORTFÖY ÇEŞİTLENDİRMESİ

Ulusal hisse senetleri birlikte yükselip birlikte düşerler. Çünkü bunlar ulusal koşullardan aynı şekilde etkilenirler. Örneğin ülkedeki para arzı politikaları, faiz

¹² ERDOĞAN, Oral., *Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli*, İMKB Yayın No:2, İstanbul, 1994, s.3.

oranındaki değişmeler, bütçe açığı ve ulusal büyüme gibi. Bu durum aynı piyasada işlem gören finansal varlıklar arasında pozitif korelasyon yaratır. Oysa farklı ülkeler, ekonomik yapılarının farklılığı nedeniyle aynı konjonktürel değişmeyi göstermezler. Sonuç olarak da farklı ülke hisse senetlerine yapılacak yatırımların getirileri arasında daha düşük bir korelasyon beklenir.

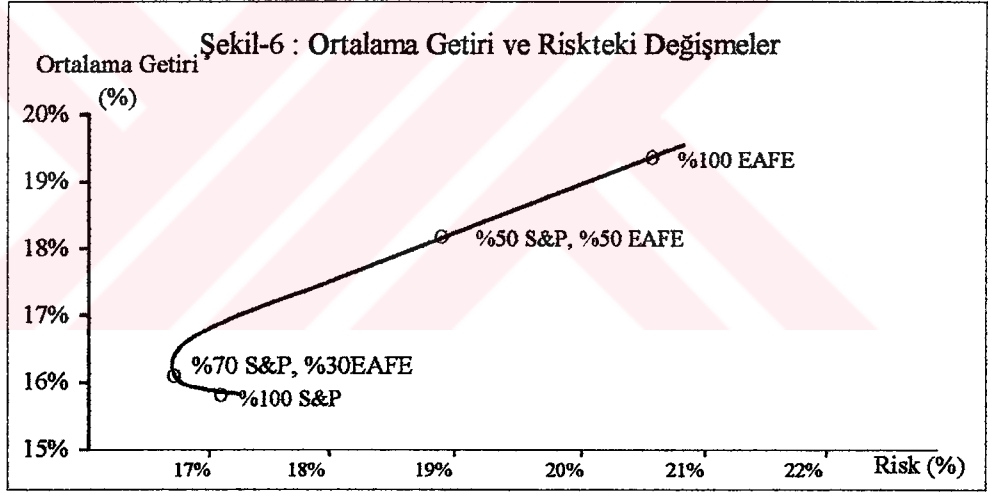
Portföyde yabancı menkullere yer vermenin, yerli menkullere göre bir üstünlüğü vardır. Yabancı menkuller, yerli menkuller gibi ulusal ekonomide yaşanabilecek olumsuz gelişmelerden fazla etkilenmezler. Başka bir deyişle, portföyde yabancı menkullere yer verilmesi, portföyün toplam riskinin düşmesine neden olmaktadır. Şekil-5’de görüldüğü üzere, uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföy, sırf yurt içi menkulleri kapsayan bir portföye göre çok daha az risklidir.



ABD üzerinde yapılan bir araştırmada tamamen çeşitlendirilmiş bir Amerikan hisse senetlerinden oluşan bir portföyün riskinin, tipik bir Amerikan hisse senedi riskinin %27’si dolayında olduğu görülmüştür. Bu demektir ki sözkonusu ülkede tam bir portfolyo çeşitlemesi, bireysel hisse senedi yatırımıyla karşılaştırıldığında portföy riskini %73 oranında azaltmaktadır. Aynı araştırmada, uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföyün risk düzeyi tipik bir Amerikan hisse senedi risk düzeyinin %12’si olarak bulunmuştur. Diğer bir deyişle, uluslararası

çeşitlendirilmiş bir portföy, sırf yerli menkullerden oluşan portföye göre yarı yarıya daha az risklidir.¹³

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 risk değerleri verilmektedir. Portföyde çeşitlendirme yaparken eğer %100'ü S&P'den oluşan portföyden başlayarak %100'ü EAFE¹⁴ den oluşan portföye doğru ilerlersek risk ve getiride nasıl bir değişme olacağı aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Örneğin %100 S&P'den oluşan bir portföyün, %30 EAFE ve %70 S&P şeklinde çeşitlendirilmesiyle, getiride %15,8'den %16,1'e artış sağlanmış; aynı zamanda riskte de %17,1'den %16,8'e bir düşüş sağlanmış olacaktır.¹⁵



Günümüzde sermaye piyasalarında yaşanan mali serbestleşme ile birlikte yabancı menkullerin alım satımı büyük ölçüde kolaylaşmıştır. Hatta bir çok yabancı şirket, hisse senetlerini tasarrufçunun ana ülkesindeki borsalarda

¹³ SOLNIK, Bruno, "Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically", *Financial Analysts Journal*, Jan-Feb 1995, s.92.

¹⁴ EAFE (Europe, Australia, Far East), ABD ve Kanada hariç diğer gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarını ele alır.

¹⁵ SPEIDELL, Lawrence S., SAPPENFIELD, Ross., "Global Diversification in a Shrinking World", *The Journal of Portfolio Management*, Fall 1992, s.58.

kaydettirmektedir. Bütünleşmiş bir uluslararası sermaye piyasasında, yatırımcının portföyünü sadece yerli menkullerle sınırlandırması gerekmez. Çünkü yabancı menkulleri yerli menkullerle birleştirme olanağına yatırımcı her zaman sahiptir. Zaten küreselleşme kavramıyla birlikte, giderek artan sayıda yatırımcı da bu yöne doğru gitmektedir.

3.3.1. Entegre ve Segmente Sermaye Piyasaları

Uluslararası piyasalarda entegrasyon, piyasaların karşılıklı uyum içinde işlemeleri için aralarındaki farklılıkların yok edilmesi ya da azaltılması ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması anlamına gelmektedir.

Döviz akımına konulan engeller ya da kısıtlamalar, yabancı finansal tabloların yatırımcının diline çevrilmesinde karşılaşılan güçlükler, sosyal ve kültürel farklılıklar konusunda bilgi yetersizliği, yabancı sahiplilik konusunda devlet tarafından konulan kısıtlamalar, içeriden öğrenmenin hisse senedi fiyatını etkilemesi gibi nedenler dış yatırımcıları yabancı ülkelere yatırım yapmaktan alıkoymaktadır. Bu durumda *entegre olmuş (bütünleşmiş)* sermaye piyasaları yerine *segmente olmuş (bölümlenmiş)* sermaye piyasaları kavramından söz edilmektedir. O halde sermaye piyasalarının segmente olmasının başlıca nedenlerinden biri, yabancı yatırımlar üzerine konulan yasal engellerdir.

Uluslararası yatırımın olmasından dolayı piyasalar birbirleriyle tamamen segmente olamazlar. Ancak faiz oranları ve hisse senedi getirilerinin ülkeden ülkeye önemli farklılıklar gösterdiği açıktır. Bu nedenle dünya piyasası kısmen entegre, kısmen de segmente olmuştur. Yatırımcılar ufuklarını genişlettikçe ve yabancı piyasalar büyüdükçe dünya piyasası entegrasyona doğru hareket edecektir.

Uluslararası çeşitlendirmede ülkelerin dünya piyasası ile entegrasyonu veya dünya piyasasından segmentasyonu, portföy oluştururken yapılacak olan ülke seçiminde büyük rol oynamaktadır. Nitekim Errunza ve Losq, 1985 yılında

yaptıkları bir çalışmada, eğer bir piyasa diğer piyasalardan ayrılmış bir yapıya sahipse, yabancı yatırımcının bu piyasalardan olağanüstü getiri elde edebileceğini ortaya koymuşlardır.¹⁶

Öte yandan gelişmekte olan ülkelerdeki dışa açılmış büyük firmalar, uluslararası entegre olmuş firmalardır. Bunun bir sonucu olarak bu firmaların nakit akımları, entegre oldukları dünya piyasalarında ticaret yapan firmalarla benzer olacaktır. Bundan dolayı gelişmekte olan ülkelerde bu tür firmaların risk çeşitlendirme potansiyeli de düşük olacaktır. Böylece beklenen getiri ve risk çeşitlendirmesi temelinde daha küçük ölçekli gelişmekte olan ülke firmaları tercih edilmektedir.

Entegrasyon ve segmentasyonu ölçmede kullanılan başlıca yöntem, ulusal piyasaların dünya piyasası ile korelasyonlarının incelenmesidir. Yatırım riskinin dağılımı, ulusal piyasaların birbirlerinden ne kadar bağımsız olduklarına bağlıdır. Eğer tüm ulusal piyasalar tek bir dünya piyasası faktörü tarafından yönetiliyorsa (bu, karşılıklı korelasyonun 1 olduğu tam entegrasyon anlamındadır) uluslararası çeşitlendirmeden fayda sağlanamaz. Eğer tüm ulusal piyasalar tamamen birbirinden bağımsız ise (bu, karşılıklı korelasyonların sıfır olması demektir) sonsuz sayıda ülke üzerinden yapılacak uluslararası çeşitlendirme ulusal piyasalardaki değişmelerin (oyunaların) etkisini ortadan kaldırır.¹⁷

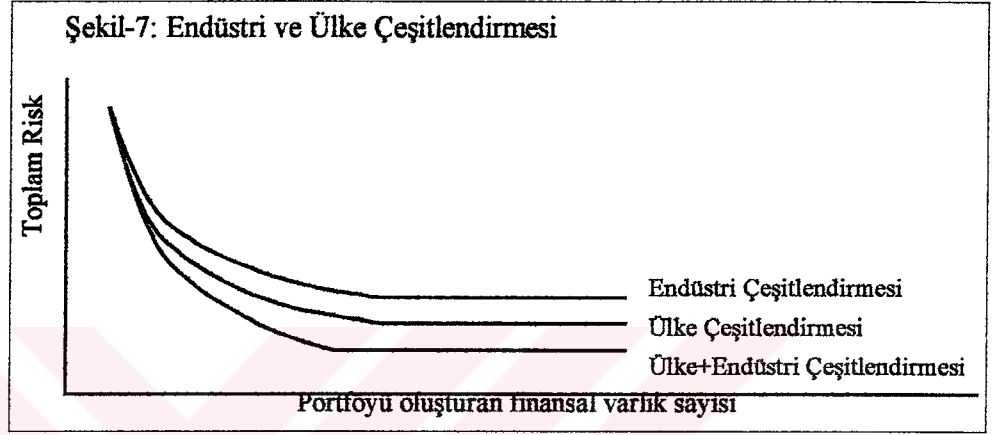
3.3.2. Endüstri ve Ülke Çeşitlendirmesi

Bir portföyün toplam riski, sadece portföydeki finansal varlıkların sayısına değil, aynı zamanda her bir finansal varlığın riskine ve bu risklerin birbirleriyle olan bağımsızlık derecelerine bağlıdır. Örneğin 10 elektrik endüstrisinin hisse senetlerinden oluşan bir portföy, 10 farklı endüstrinin hisse senetlerinden oluşan portföye göre çeşitlendirmenin olumlu etkisinden daha az yararlanır.

¹⁶ ERRUNZA, Vitang R., LOSQ E., "International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test", *Journal of Finance*, v.40, 1985, s.105.

¹⁷ HUNTER, John., COGGIN, T.Daniel, "An Analysis of The Diversification Benefit From International Equity Investment", *The Journal of Portfolio Management*, 1990, s.33.

Farklı uluslararası çeşitlendirme yöntemleriyle portföyler oluşturulabilir. Birinci yöntem, farklı ülkelerden hisse senetlerini seçmek yoluyla ülke çeşitlendirmesi yapmaktır. Bir başka yol ise farklı endüstriler arasından hisse senetleri seçilerek endüstri çeşitlendirmesi yapmaktır. Üçüncü bir seçim yöntemi ise bu ikisinin birleşimidir (Ülke+Endüstri Çeşitlendirmesi). Her üç yöntemde karşılanması gereken riskler Şekil-7’de gösterilmiştir.



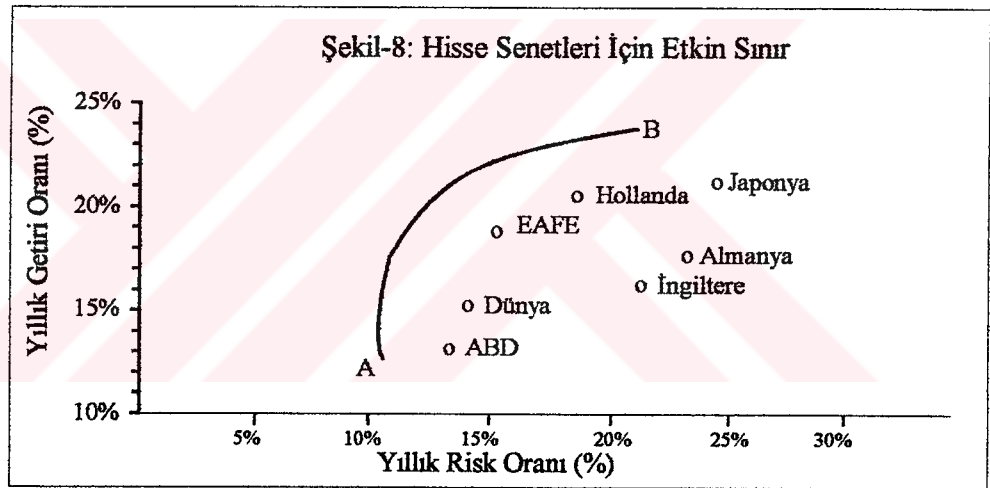
Şekil-7’den anlaşılacağı üzere, ülkelere göre çeşitlendirilmiş portföyün riski, endüstrilere göre çeşitlendirilmiş portföyün riskinden daha azdır. Ancak bu iki metodun bileşimi olan hem ülke hem de endüstri çeşitlendirmesinden oluşan portföy, en az riskli çeşitlendirme olmaktadır. “Ülke+Endüstri Çeşitlendirmesinde” en fazla yararı, uluslararası portföyün endüstriyel dağılım yapılmış kısmından çok, coğrafi dağılım yapılmış kısmın sağladığı ortadadır.

3.3.3. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesinde Etkin Sınır

Şekil-8’de Amerikan yatırımcısı için uluslararası optimal hisse senedi dağılımları gösterilmektedir. Grafikteki her nokta, yatırımcının ulaşabileceği tüm menkullerden oluşturulan farklı portföylerin risk ve getirilerini yüzde olarak belirtmektedir. ABD hisse senedi piyasasının riski %14,7 ve toplam getirisi %13,3’dür. Dış yatırımcı, çeşitli menkullerin risk ve beklenen getirilerini göz önünde bulundurarak bu menkulleri değişik oranlarda biraraya getirir ve yatırım portföyleri oluşturur.

Dış yatırımcının amacı, belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiri oranını elde etmek ya da belirli bir getiriye en düşük riskle gerçekleştirmektir. Grafikte ancak AB çizgisi üzerinde yer alan portföyler bu koşulu sağlayabilirler. Çizginin altında kalanlar ise etkin değildir. Bu nedenle AB çizgisine *etkinlik sınırı* adı verilir.

Şekil-8’de en iyi ulaşılabilen risk-getiri değerleri AB etkinlik sınırı üzerinde yer almaktadır. ABD hisse senedi portföyünün, uluslararası çeşitlendirmeye gitmesi ile riskte büyük bir artışa neden olmadan getiri artmaktadır. ABD hisse senedi portföyü ile aynı risk seviyesine sahip olan bir uluslararası hisse senedi portföyünün getirisi %19’un üzerindeyken, ABD hisse senedi portföyü sadece %13,3’lük bir toplam getiri oranına sahiptir.¹⁸



Kuşkusuz etkin portföyler içinden hangisinin seçileceğini yatırımcının risk ile getiri arasındaki tercihleri belirler. Bazı yatırımcılar riskten kaçınan türdendir. Bunlar sağlam hareket etmeyi tercih ederler. Yani getiri oranı düşük olsa da göreceli olarak az riskli portföylere yatırım yaparlar. Şekil-8’de A ucuna yakın portföyler bunların tercih edebilecekleri niteliktedir. Bazı yatırımcılar ise yüksek gelir sağlamak kaydıyla, risk derecesi yüksek portföylerden yanadırlar. B ucuna yakın

¹⁸ ODIER, Patrick., SOLNIK, Bruno., "Lessons for International Asset Allocation", *Financial Analysts Journal*, 1993, s.69.

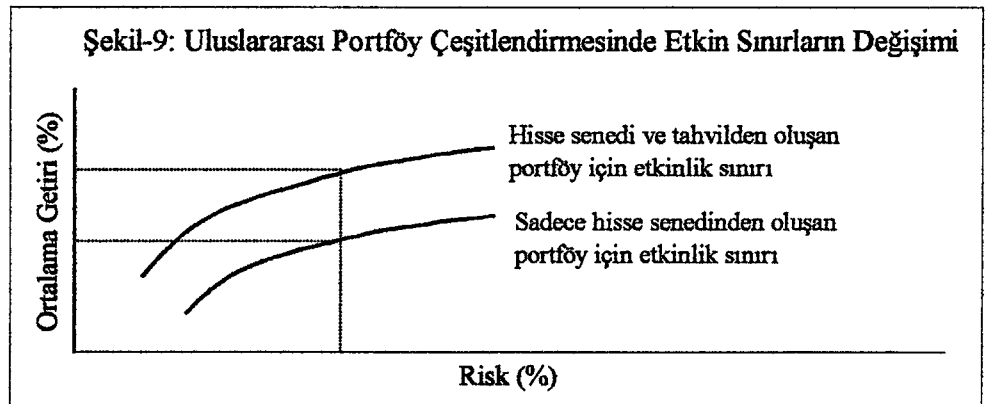
portföyler bunları daha çok ilgilendirir. Bu tür yatırımcılara da risk yükleniciler denmektedir.

Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının portföy çeşitlendirilerek yapılması konusunda yapılan uygulamalı çalışmaların ortaya koyduğu sonuçlar şöyledir:¹⁹

✓ Uluslararası hisse senedi çeşitlemesi ile yurtiçi menkullere göre daha iyi bir risk-getiri bileşimi sağlanır.

✓ Uluslararası hisse senetlerinin yanında yabancı tahvil yatırımlarına göre oluşturulan bir portföy ile, yalnız yabancı hisse senetlerini kapsayan bir portföyden de daha iyi bir getiri-risk bileşimi sağlanır.

Şekil-9'da uluslararası portföy çeşitlendirmesinin yararları etkinlik çizgileri yardımıyla gösterilmektedir. Grafik incelendiğinde, yalnız uluslararası hisse senetlerine göre oluşturulan bir portföyün etkinlik çizgisinin, uluslararası hisse senedi ve tahvillere göre oluşturulan portföyün etkinlik çizgisinin altında kaldığı görülmektedir. Diğer bir deyişle, uluslararası menkul türünün artırılması etkinlik sınırını orjine doğru genişletmekte ve aynı risk düzeyinde yatırımcıya daha fazla getiri sunmaktadır. Araştırmaların sonuçlarına göre, uluslararası bir yatırım portföyü, ek bir riske katlanmadan 2-2,5 kat arasında değişen daha yüksek bir getiri verebilmektedir.²⁰



¹⁹ SEYİTOĞLU, a.g.e., ss.339-340.

²⁰ y.a.g.e., s.339-340.

3.3.4. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesinde Kur Riski ve Hedging

Uluslararası portföy çeşitlendirmesi ile yapılan dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında, portföyde yabancı menkul tutmanın portföy riskini artırma olasılığı şu üç etkene bağlıdır.²¹

- Kurlardaki değişkenlik (volatility).
- Kur değişimleriyle menkul kıymet getirileri arasındaki ilişki.
- Satın alınan menkullerin birden fazla ülkeye ait olup olmadıkları.

Kurda meydana gelen dalgalanmalar yabancı menkullerden oluşan portföyün toplam getirisini etkiler. Bazen kur dalgalanmalarının yatırımın getirisine etkisi özellikle kısa dönemde sermaye kazancı ya da gelirini aşar. Fakat uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföyde uzun dönem için kur dalgalanmaları toplam getirinin büyük bir kısmını hiçbir zaman oluşturmaz. Bunun nedeni bir kurun değer kaybetmesinin karşılığında bir başka kurun değer kazanmasıdır.

Kur riski hiçbir zaman dış yatırımcıları yatırım yapmaktan alıkoyacak büyüklükte değildir. Bunun birçok nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, piyasa riski ile kur riski birlikte toplam riski artıracak özellikte değildir. Bu durum piyasa riski ile kur riskinin tam bir korelasyon gösterdiği durumda geçerlidir. Gerçekte piyasa dalgalanmaları ile kur dalgalanmaları arasında zayıf ve bazen de negatif bir korelasyon vardır. Eğer σ_D piyasa riski, σ_F kur riski ve R piyasa riski ile kur riski arasındaki korelasyon katsayısı olarak gösterilirse, toplam risk aşağıda verilmiştir:

$$\sigma^2 = \sigma_D^2 + \sigma_F^2 + 2R \sigma_D \sigma_F \text{ ve } R < 1 \text{ ise } \sigma \leq \sigma_D + \sigma_F \text{ olacaktır.}$$

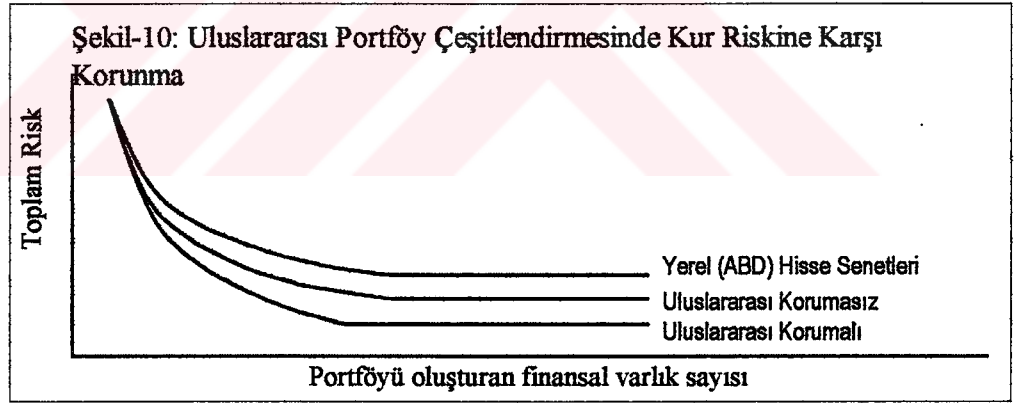
Gelişmekte olan ülkelerde uluslararası çeşitlendirmeye gidildiğinde kur riski önemli bir konu değildir. Çünkü gelişmekte olan piyasalarda menkul kıymetlerin

²¹ y.a.g.e., s.330.

getirileri ile kur oranları arasındaki korelasyonlar negatiftir. Bu durum yabancı yatırımcıların yerel yatırımcılardan daha fazla riskle karşı karşıya olmadıklarını gösterir. İkincisi ise gerçek getiriler üzerinden kur riski nominal getiriler üzerindeki daha azdır.²²

Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında kur riskinden korunmanın en iyi yolu koruyucu işlem (hedging) yapmaktır. Forward, futures, swap ve opsiyon işlemleri yoluyla kur riski önlenir.

Şekil-10'da görüldüğü üzere kur değişimlerine karşı açık pozisyon alındığı durumlarda bile, uluslararası portföy riski tamamen yerel hisse senetlerinden oluşan bir portföyün riskinden daha düşüktür. Eğer yabancı hisse senetlerini kur riskine karşı koruma işlemi yapılmış olursa, portföy riski eğrisi en altta yer alacaktır. Yani uluslararası portföy çeşitlendirmesinin yararları daha da yüksek olacaktır. Dış yatırımın sağladığı risk dağıtım etkisi, kur değişimlerinin olumsuz etkilerinin tümüne baskın çıkmaktadır.



²² HAUSER, Shmuel., MARCUS, Matityahu., YAARI, Uzi., "Investing in Emerging Markets: Is It Worthwhile Hedging Foreign Exchange Risk", *Journal of Portfolio Management*, 1994, s.76.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE
DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

Son yıllarda gelişmekte olan sermaye piyasalarına giderek artan bir sermaye akımı olmuştur. Bu akım daha çok küresel ekonomik konjonktürün gelişmekte olan ülkeler lehine olmasından kaynaklanmaktadır. Gelişmiş piyasalardaki arbitraj fırsatlarının gittikçe düşmesi ve gelişmiş ülkelerin büyüme hızlarının yavaşlaması, dış yatırımcıları yeni pazarlar aramaya itmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğu ise liberal ekonomi programlarına geçmişler, yabancı sermaye kısıtlamalarını kaldırmışlar veya düzenlemişler, özelleştirmeye hız vermişler, sermaye piyasalarında teknolojiye önemli derecede yatırım yapmışlardır. Bu nedenlerle dış yatırımcılar daha dinamik ekonomilere ve daha yüksek büyüme oranlarına sahip olan gelişmekte olan ülkelere yönelmişlerdir.

1980'lerde Hong Kong, Güney Kore, Singapur ve Tayvan'dan oluşan Asya kaplanları, hızlı ekonomik büyüme göstermelerinden dolayı uluslararası piyasalarda büyük ilgi çekmişlerdir. Yunanistan ve Portekiz'in AB'ye girme beklentileri bu ülkelerde 1980'lerin ortasında bir finansal bomba etkisi yaratmıştır. Latin Amerika ülkelerinde, ödenemeyen borçların yeniden düzenlenmesini sağlayan Brady Planlarının uygulanmasıyla, bu ülkeler uluslararası onurlarını yeniden kazanmışlar ve nitekim bu ülkelerin hisse senedi piyasaları 1990'ların başında yüksek getiriler sağlamıştır. Ayrıca Doğu Bloğu ülkelerinde komünizmin kalkması piyasa ekonomisinin gelişimine ve yabancı yatırımcılar için çekici yatırım fırsatlarına izin vermiştir.

Ancak uluslararası finans uzmanlarının çoğunluğu son yıllarda gelişmekte olan piyasalara fon akışını konjonktürel olarak değerlendirmektedir. Bu uzmanlara göre küresel faktörlerde gelişmiş ülkeler lehine ufak bir hareket, gelişmekte olan piyasalara doğru akan fonların yönünü tersine çevirebilecektir. Nitekim yapılan araştırmalara göre küresel faktörlerdeki bir standart sapmalı olumlu gelişme, gelişmekte olan ülkelere yaklaşık 3 milyar USD'lik fon

çıkışına sebep olacaktır²³. Kısaca söylemek gerekirse gelişmekte olan piyasalara dolaylı yabancı sermaye yatırımları, gelişmiş ülke hükümetlerinin uygulayacağı para ve maliye politikaları ile yakından ilgilidir.

4.1. GELİŞMEKTE OLAN SERMAYE PİYASALARININ ÖZELLİKLERİ

Gelişmekte olan sermaye piyasaları, gelişmiş piyasalara oranla daha sığ piyasalardır. Bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi gelişmiş piyasalara göre daha azdır. Derinliği çok fazla olmadığından; büyük miktarda alım-satım emirleri, fiyat hareketlerinde ani iniş ve çıkışlara yol açmaktadır. Ulusal piyasalarda olabilecek herhangi bir değişiklik, bu piyasalarda çok büyük dalgalanmalara yol açabilmektedir. Zaman zaman yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar da, dalgalanmalara neden olmaktadır. Kısacası piyasanın büyüklüğü ve yapısı ile tahminlenen risk derecesi arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Gelişmiş piyasalarda hisse senedi getirilerinin belirlenmesinde önemli rolü endüstrilerin oynadığı bilinirken, gelişmekte olan piyasalarda ise bu rolün ülkesel faktörler tarafından oynandığı tahmin edilmektedir.

Gelişmekte olan piyasalarda hisse senedi getirileri gelişmiş piyasalara göre daha homojendir. Yani piyasa hangi yönde hareket ederse, tüm hisselerinde aynı yönde hareket etmesi yönünde güçlü bir eğilim bulunmaktadır.

Gelişmekte olan piyasalarda büyük firmaların hisse senetleri ülke piyasa değerinin büyük bir kısmına sahiptir (yoğunlaşma oranı yüksektir). Bu durum çeşitlendirme fırsatını azaltır ve büyük firma hisse senetlerinin getirileri, piyasanın tümünün getirisine hükmeder, etkiler. Ayrıca gelişmiş ülke piyasaları, ekonominin değişik sektörlerini farklı biçimde etkileyen güçlere sahipken, gelişmekte olan

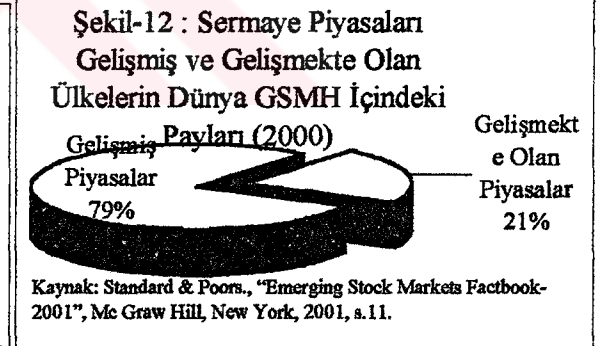
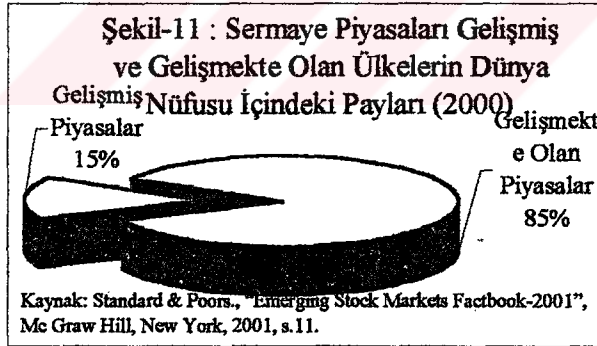
²³ DOĞU, Murat., *Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye*, SPK Yayın No: 27, Ankara, 1996, s.104.

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

Birbirleriyle olan farklılıklarının yanısıra, gelişmekte olan piyasaların bazı ortak özelliklere sahip oldukları dikkati çekmektedir. Bu ortak özelliklerden bazıları; düşük piyasa değerleri ve işlem hacimleri, düşük halka açıklık oranları, yüksek yoğunlaşma oranları, hızlı ve bazen aşırı büyüme, yabancı yatırımı düzenleyen ve çok katı olmayan kurallardır.

Gelişmekte olan sermaye piyasalarında hisse senedi fiyatlarının gerçek değerinin altında işlem gördüğünü söylemek mümkündür. Gelişmekte olan sermaye piyasalarının piyasa değerlerinin GSMH'ye oranı, gelişmiş ülkelerinkine oranla düşüktür. Gelişmiş piyasalar için ortalama %67 olan bu oran, gelişmekte olan piyasalar için ortalama %26'dır.

Sermaye piyasaları gelişmekte olan ülkeler dünya nüfusunun %85'ini oluşturmalarına rağmen, bu ülkelerin dünya GSMH'sından aldıkları pay sadece %21'dir (bkz. Şekil-11 ve Şekil-12).



Gelişmekte olan sermaye piyasalarının bazı avantajları şöyle sıralanabilir:

1) Gelişmekte olan piyasaların büyüme potansiyeli, gelişmiş piyasalara nazaran daha yüksektir. Gelişmekte olan piyasalarda yüksek getiri, ekonomik büyüme ve onun devam edeceği beklentisine bağlanabilir. Daha yüksek büyüme

daha yüksek getiri demektir. Bunun anlamı, sermayenin hızla büyüyen piyasalara akmaya devam etmesidir.

2) Bazı gelişmekte olan ülkelerde reel kesim, yoğun bir devlet müdahalesinin etkisi altındadır ve bu kesim sıkça devlet tarafından sübvansiyon edilmektedir. Bu piyasaların oligopolistik yapısı bu ülkelerde faaliyette bulunmayı bazen güçleştirir de, bu piyasalar aynı zamanda rekabetin fazla olduğu piyasalarda elde edilemeyecek düzeyde büyük boyutlarda kâr fırsatları sunarlar. Örneğin işletmeler sübvansiyonlu kaynak sağlayabilirler, hammadde ve diğer girdilerin fiyatları devlet kontrolünde olabilir, ihracata sübvansiyon getirilebilir, mal veya hizmetlerini sundukları piyasalar rekabetten korunabilir. Bu ve benzeri nedenler, bu piyasalarda faaliyette bulunan işletmeleri daha kârlı kılmakta ve hisse senedi kazançları o ölçüde artmaktadır.

3) Gelişmekte olan piyasalar, gelişmiş piyasalara göre daha az etkindirler. Etkin olmayan bu piyasalardaki menkul kıymet fiyatları ise, kendisi için uygun olan risk-getiri özelliklerini yansıtamamaktadır. Böylece dikkatli davranabilen yatırım uzmanlarının, bu piyasalarda düşük değerlendirilmiş hisse senedi bulma ihtimalleri etkin piyasalardakine oranla daha yüksektir.

4) Gelişmekte olan piyasalar, dış yatırımcılara yüksek riske karşılık daha fazla kazanç sağlama fırsatları sunarlar.

5) Gelişmekte olan piyasaların çoğunda, birbirleri arasında ekonomik ve ticari ilişkiler neredeyse yok derecededir. Ayrıca bu piyasaların çoğunda dışarıdan katılımı engelleyen kısıtlamalar vardır. Bu durum gelişmekte olan piyasaların birbirleriyle ve gelişmiş piyasalarla olan korelasyon katsayılarının düşük olmasını sağlamaktadır. Ancak korelasyon katsayısının düşük olması portföy çeşitlendirmesine olanak sağlamaktadır. Son yıllarda gelişmiş piyasalarla olan korelasyon katsayılarında pozitif yönde bir artış görülse de, gelişmekte olan piyasalar uluslararası portföy çeşitlendirmesi açısından hala büyük potansiyel taşımaktadırlar.

6) Gelişmekte olan piyasaların bölünmüşlük düzeylerinin yüksek olması da uluslararası portföy çeşitlendirmesini olanaklı kılmaktadır.

Bu avantajlarına karşılık gelişmekte olan piyasalar bazı dezavantajlara da sahiptirler. En önemlileri şöyle sıralanabilir:

1) Tanımı gereği gelişmekte olan ülkeler, sanayileşmiş ve gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla ekonomik soruna ve dolayısıyla tutarsızlık unsuruna sahiptirler.

2) Gelişmekte olan piyasalarda, piyasa derinliği henüz sağlanamamıştır. Bu nedenle ani fiyat hareketleri olmaksızın, büyük fon giriş ve çıkışları olamamaktadır. Volatilite çok yüksektir.

3) Birçok piyasaya henüz yabancı yatırımcıların doğrudan girmesine izin verilmemektedir. Bazı piyasalarda gelirlerin ve sermaye kazançlarının yurt dışına çıkarılmasında bir takım kısıtlamalar bulunmaktadır. Yüksek vergiler ve işlem maliyetleri de bu piyasalarda işlem yapmayı engellemektedir.

4) Bazı gelişmekte olan piyasalarda kurumsal ve hukuksal altyapının hala yetersiz oluşu gelişmenin önünü tıkayan bir faktör olarak kabul edilmektedir.

5) Bazı gelişmekte olan piyasalarda sağlıklı yatırım kararı alabilmek için gerekli olan bilgi akışı yetersizdir. Bu piyasalara yapılacak olan yatırımlar oldukça riskli olabilir ve bir takım özel bilgi ve uzmanlık gerektirebilir.

4.2. GELİŞMEKTE OLAN SERMAYE PİYASALARINDA DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINI ETKİLEYEN HUSUSLAR

Dış yatırımcılar, gelişmekte olan sermaye piyasalarında daha yüksek büyüme potansiyelinden ve arbitraj imkanlarından yararlanmak amacındadırlar. Bu amaçla portföy çeşitlendirmesi yaparken, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki

menkul kıymetleri portföylerine dahil ederler. Ancak dış yatırımcılar, bu piyasalara yatırım yapmadan önce; siyasi istikrar, hukuki düzenlemeler ve ekonomi politikalarındaki serbestleşme başta olmak üzere bir takım unsurları göz önüne alırlar.

Yapılan araştırmalarda gelişmekte olan sermaye piyasalarına yapılan dolaylı yabancı sermaye yatırımlarındaki ülke tercihlerinde beş ana faktörün önemli yer tuttuğu sonucuna varılmıştır:

- Siyasi istikrar
- Hukuki düzenlemeler
- Uluslararası piyasalara entegrasyon
- Makro-ekonomik istikrar
- Enformasyon teknolojisi

4.2.1. Siyasi İstikrar

Dış yatırımcıların gelişmekte olan bir sermaye piyasasında yatırım yapması aşamasında, ülkenin siyasi yapısı ve istikrarı önem kazanır. Çünkü yatırım kararında üstlenmek zorunda kalacakları ülke riski, ülkenin ve içinde bulunulan bölgenin ekonomik, siyasi ve sosyal risklerinin bir bütünüdür. Yatırım yapılacak ülkenin siyasi sorunları ve bozuklukları yabancı sermayeye güvensizlik ortamı ifade edeceğinden olumsuz etki yapar ve sermaye, başka istikrarlı siyasi yapıya sahip alternatif ülkelere kaçar. Siyasi sebeplerden dolayı yüksek vergi uygulamaları, yatırım oranına ilişkin sınırlamalar ve transfer kısıtlamaları dış yatırımcıları olumsuz yönde etkiler.

Siyasi istikrar aynı zamanda devlet politikalarının sürekliliğini de kapsar. Sık sık iktidar değişimlerinin sonucunda ülke politikalarındaki istikrarsız değişimler, ilgili ülkeye olan uluslararası güveni azaltır. Örneğin Meksika'da yabancı yatırımların düzenli bir şekilde artmasının temel nedenlerinden birisi de,

aynı partinin uzun yıllardan beri iktidar olması ve istikrarlı ortamını devam ettirebilmesidir.

4.2.2. Hukuki Düzenlemeler

Uluslararası piyasalarla bütünleşmekte olan yeni piyasalar, hukuki yapılarını gelişmiş piyasaların hukuki düzenlemeleriyle uyumlu hale getirmelidir. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda yapılan hukuki düzenlemelerle finansal hizmetlerin liberalizasyonu sağlanmaya çalışılmalıdır. Özellikle finansal aracı kurumların uluslararası piyasalarda faaliyet göstermelerine ilişkin uygulamada var olan kısıtlamaların kaldırılması, piyasaların bütünleşmesinde etkin rol oynamaktadır. Bu çerçevede, dış yatırımcılar kendi ülkelerindeki herhangi bir aracı kurum vasıtasıyla yabancı yatırımlara güven içerisinde yönelebilmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler, dolaylı yabancı sermaye yatırımlarından önemli bir payı kendi ülkelerine çekebilmek amacıyla, hem dış yatırımcının piyasa hakkında tam ve doğru olarak aydınlatılması, hem de işlem yapmalarına ilişkin güçlüklerin en aza indirgenmesi yolunda bir takım hukuki düzenlemelere gitmektedir. Bu düzenlemeler, yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara güvenlerini artırıcı niteliktedir.

Yabancı bir ülkede dolaylı yabancı sermaye yatırımı yapma kararını veren yatırımcı en azından, yerel yatırımcılara tanınan serbestilere sahip olmak ister ve yatırımda bulunacağı piyasaların bilgi akışındaki şeffaflığa ve bilgi edinme maliyetlerine bakar. Piyasaların etkin çalışması bütün bilgilerin herkese aynı zamanda ve eşit şekilde dağılmasıyla doğrudan bağlantılıdır. Bu noktada muhasebe standartlarının gelişmesi ve uygulanması güvenilirliği artırıcı nitelik taşır. Sermaye piyasasında faaliyette bulunan kurumların finansal tablolarının bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetimden geçiriliyor olması ve bu konuda faaliyet gösterecek derecelendirme kuruluşlarının mevcudiyeti, yine bu alanda yerli ve yabancı sermayenin aradığı koşullardandır. Piyasanın işleyişinde emniyet ve güvenilirliği sağlayıcı takas ve saklama merkezinin varlığı ve işlemlerin

en kolay şekilde yürütülmesi sermaye piyasalarında dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının oluşması için zemin hazırlayacaktır.

Piyasa etkinliğinin sağlanması amacıyla getirilen düzenlemelerden önemlileri şunlardır:

- İşlem standartlarında gelişmiş piyasalara uyum.
- Muhasebe sistemlerinde açıklık ve yeknesaklık.
- Bilgiyi içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonlarının önlenmesi.
- Kamuyu aydınlatma ilkesi (bilginin en kısa sürede ve doğru dağılımı).

Dış yatırımcı açısından önemli bir kıstas da, ülkedeki adalet sisteminin işleyişidir. Yapılan yatırımların güvencede olması, sermaye ve kazançları transfer etmede veya bir anlaşmazlık durumunda hakkını arama sistemlerinin işlerliği güven ortamı yaratacaktır.

4.2.3. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon

Gelişmekte olan sermaye piyasaları, uluslararası piyasalarla bütünleşme ve yakınlaşmaya yöneldikçe, dış yatırımcıları daha fazla çekecektir. Bu entegrasyonun gerçekleşebilmesi için;

- Kambiyo sistemi ve sermaye hareketleri düzene sokulmalı,
- Finansal piyasalarda serbestleşmeye gidilmeli,
- Finansal piyasalardaki menkul kıymet çeşitliliği artırılmalı,
- Özelleştirme yoluyla sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliği artırılmalıdır.

Bu sayede dolaylı yabancı portföy girişi artacak, gelişmekte olan sermaye piyasalarının küresel finans sistemine entegrasyonu kolaylaşacaktır.

4.2.3.1. Kambiyo ve Sermaye Hareketlerinin Düzenlenmesi

Yeni gelişmekte olan piyasalarda kambiyo ve sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaların kaldırılması, serbest piyasa koşullarının sağlanması açısından gereklidir. Ülke ekonomisinin dışa açılmasında kullanılan para biriminin tam konvertibl hale getirilmesi öncelik taşımaktadır. Ancak hiçbir şekilde sermaye kısıtlamasının olmadığı ülkeler, özellikle kriz dönemlerinde bundan büyük zarar görmüşlerdir. Bu nedenle yabancı sermaye üzerinde ne çok katı kısıtlamalar, ne de aşırı serbesti olmalıdır. Bu iki uç arasında bir yerde karar kılınmalıdır.

Çin, Hindistan ve Malezya sermaye hareketlerine getirdikleri yumuşak kontrollerle gelişmekte olan ülkeler içinde örnek teşkil etmektedirler. Sermaye hareketleri üzerinde kurumsallaşmış kontroller uygulayan ve bu nedenle Asya krizinden etkilenmeyen Çin ve Hindistan, uzun vadeli ve dolaysız sermaye hareketlerini büyük ölçüde çeken ülkelerdendir. Bazı yatırımların ülkeden geri dönüşü mümkünken, bazı yatırımlar için transfer kısıtlaması getirilmektedir. Malezya, finansal kriz koşullarında sermaye çıkışlarını engelleyerek istikrarı komşularından çok daha hızla sağlamıştır. Brezilya'da anaparamın ülkeden çıkışı, portföyün cinsine göre en az üç ay, en çok on iki yıl içerisinde gerçekleşmektedir. Güney Afrika'da yasal düzenlemelere göre yabancıların onay almadan portföy yatırımı yapmaları ve yatırımları ülke dışına çıkarmaları yasaktır.

4.2.3.2. Finansal Piyasaların Serbestleştirilmesi

Gelişmekte olan ülkelerin çeşitli sermaye kontrol tedbirlerine başvurmaları, ekonomi ve para politikaları doğrultusunda, sermayenin başka ülkelere kaçmasının yaratacağı olumsuz etkilerden kurtulmak içindir. Sermaye kontrolleri genellikle bir ülkeyi faiz oranlarındaki dalgalanmalardan korumak için kullanılmıştır. Sermaye kontrollerinin ekonomi politikalarındaki etkinliği kısa dönem için geçerlidir. Sıkı para politikası izleyen gelişmekte olan ülkelere, ticari krediler ve doğrudan yatırımların göreceli olarak serbest olma durumunda yatırım portföyleri başka ülkelere kayabilir.

Hükümetlerin serbestleştirme programları, hisse senedi talebini arttırmakta ve gelişmekte olan piyasaları daha derin ve likit bir piyasa haline dönüştürmektedir. Kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının da düzenlenmesiyle birlikte özelleştirme çalışmalarının yoğunluk kazanması, finansal piyasalardaki serbestleştirmeyi tam anlamıyla desteklemiştir. Serbest ekonominin gerçek anlamda işlerlik kazanmasıyla devlet, ekonomide düzenleyici rol üstlenmekte ve piyasa mekanizması kendi içerisinde işlerlik kazanmaktadır.

Örneğin Meksika'nın Telemex'in ADR'lerini uluslararası piyasada sunmasıyla, dış yatırımcılar, Telemex'e yaptıkları yatırımın bir yandan Meksika ekonomisini tanımaya başlamışlar, diğer yandan da Meksika şirketlerinin hisse senetlerini alma yönünde yatırımlara devam etmişlerdir. Yabancı sermaye yatırımlarına olan kısıtlamaların kaldırılmasıyla ve önde gelen şirketlerin uluslararası ihraçlarıyla, bir ülkenin yatırımcı tabanının da genişlediği bu örnekte görülmektedir.

Uluslararası piyasalara entegrasyonun sağladığı faydalar yanında, üstlenilmek zorunda olunan maliyetler de vardır. Kapalı bir sistemden açık bir sisteme geçiş, ekonomik açıdan artan bir duyarlılığı da 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.

4.2.3.3. Finansal Araçların Çeşitliliği

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

sertifikaları, varlığa dayalı menkul kıymetler ve oydan yoksun hisse senetlerinin piyasalarda bulunması, piyasa çeşitliliği ve derinliğini artırıcı özelliktedir.

Meksika'da yeni ihraç edilen ve B serisindeki menkul kıymetlerin alım-satımında yabancı yatırımcılara ulusal yatırımcılarla aynı haklar tanınmıştır. Bu çerçevede borsalara kote edilen şirketlerden yarıdan fazlası yabancı yatırımcıların katılımına açıktır.

4.2.3.4. Özelleştirme Çalışmaları

Özelleştirme, hisse senetlerinin uluslararası dağıtımını artırıcı bir etki yaratabilir. Amacına uygun, doğru bir özelleştirme rekabeti ve etkinliği artırır, sermaye piyasalarında likidite ve derinlik sağlar. Mali dengesizlikleri azaltmak ya da mali gelirleri arttırmak veya yabancı sermayeyi çekmek gibi bir ana amaç gütmeyebilir. 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.

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

1990-1992 dönemi içerisinde Latin Amerika ülkelerine olan sermaye girişlerinin önceki dönemlere oranla dörde katlanmasındaki en önemli faktörler, bu ülkelerdeki finansal serbestleşme ve özelleştirme çalışmalarıdır. Bu dönem içerisinde Latin Amerika ülkelerindeki toplam yabancı sermaye girişinin, GSMH toplamına oranı %4-%4,8 arasında değişim göstermiştir. 1992 yılında Meksika için bu oran %8,4 olmuştur.²⁴

²⁴ İMKB., "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye", Yayın No:3, 1994, s.52.

Özelleştirmenin dolaylı yabancı sermaye yatırımlarına olumlu etkisi konusunda verilecek en başarılı örnek, Meksika'nın Telemax'ı özelleştirmesidir. Telemax ADR'leri 2,4 milyar USD kaynak sağlamış, 1992 yılı sonunda New York Borsası'nda en çok işlem gören hisse senetlerinden biri olmuştur. Aynı yıl içinde Meksika borsası işlem hacmi 23 milyar USD'yi aşmıştır.²⁵

Özelleştirmede bir başka başarılı örnek de Şili'dir. Şili'de özelleştirme süreci, devlet mülkiyetinin yoğun olduğu bir ortamda başlatılmıştır. Özelleştirme konularında halkın düzenli olarak eğitilmesi ve bilinçlendirilmesi, özelleştirmede halkın desteğini sağlamıştır. Bu süreç içinde ülkede bir sermaye piyasası yaratılması çalışmaları yoğunlaştırılmıştır. 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 sistemleri oluşturulmuştur. İnsanların tasarruflarını yatırım alanlarına kanalize etmek amacıyla yeni bir vergi sistemi getirilmiştir. Vergi avantajı tasarruflarını değerlendirme sistemi kurulmuştur. 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 artırılmıştır.

4.2.4. Makro-Ekonomik İstikrar

Menkul kıymet piyasası hareketlerinde, hükümetlerin uyguladıkları para politikalarının ve faiz oranlarındaki değişikliklerin etkisi büyüktür. Çünkü yabancı sermaye hiç kuşku yok ki, düşük faizli ülkelerden yüksek faizli ülkelere kayacaktır. 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 aşınmaya uğraması önlenabilir.

²⁵ y.a.g.e., s.56.

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

İstikrarı sağlamak ve makro dengeleri kurmak için atılacak ilk adımlardan biri mali açıkların kapatılmasının sağlanmasıdır. Mali açıkları azaltmanın birinci yolu, harcamaları kısmak ve gelirleri arttırmaktır. Harcamaları kısım, gelirleri arttırmak için kamu harcamalarını azaltmak, vergi sistemini basitleştirmek ve özellikle vergi kaçaklarını önleyici denetim mekanizmalarına işlerlik kazandırmak gerekmektedir.

Sadece istikrar değil, ekonomiyi dünyaya entegre etmek için gerekli olan yapısal reformların da yapılması, ülke ekonomilerinin gelişim düzeyini arttıracak ve dünya ekonomik bütünleşmesine katılımı hızlandıracaktır. Tutarlı olmayan para ve maliye politikalarının izlenmesi, örneğin sıkı para politikası izlenirken kamu açıklarının azaltılmaması faiz oranlarının yükselmesine ve ülke parasının aşırı değerlenmesine yol açabilmektedir.

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

4.2.5. Enformasyon Teknolojisi

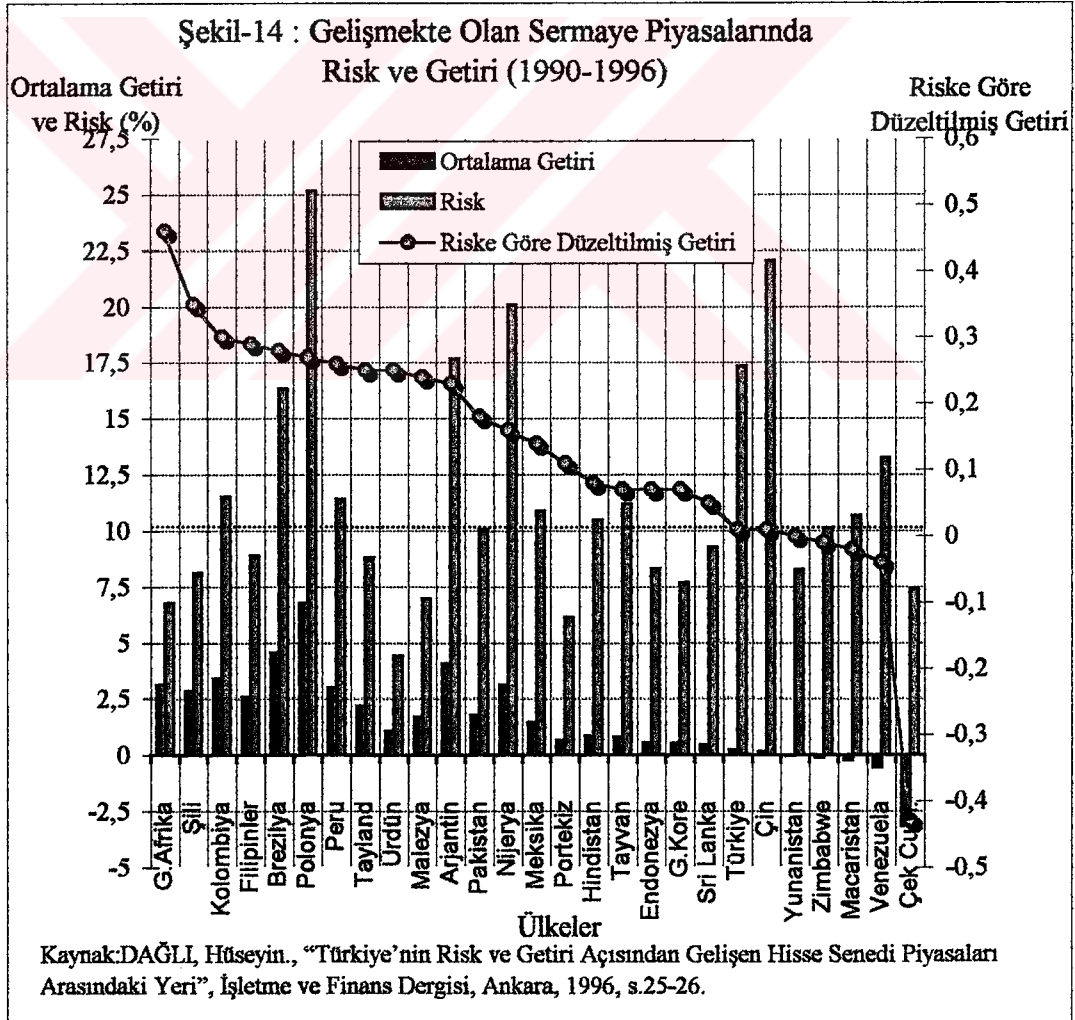
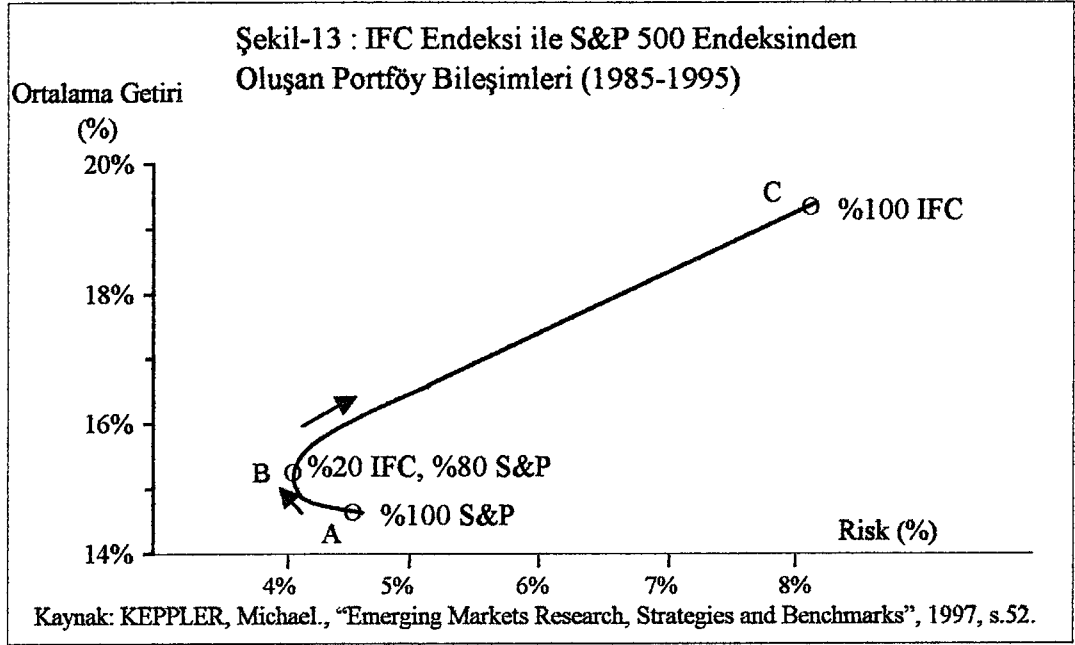
Günümüzün profesyonel piyasa yapımcıları rekabetçi bir ortamda dünya çapında menkul kıymetlerle işlem yapabilmektedir. Gerçekten iyi bir sistem, bunların piyasaya ulaşabilmelerini kolaylaştırmalı ve aynı zamanda basit, güvenilir, esnek ve maliyeti düşük olmalıdır. Bunun sonucu alım satımlar daha entegre ve likit bir ortamda gerçekleşmelidir. Özet olarak sermaye piyasaları çok

uygun ve düşük maliyetli altyapılar oluşturmak zorundadır. Menkul kıymet piyasalarının temel ürünü olan “en iyi fiyat” yüksek rekabetin bir sonucudur ve bu da otomasyon ile daha da artırılabilir.

4.3. ULUSLARARASI PORTFÖY ÇEŞİTLENDİRMESİNİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİSİ

Son yıllarda uluslararası ticaret ve yatırımların büyük boyutlara ulaşması sonucu gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarının ve ekonomilerinin birbirleriyle entegrasyonu da artmıştır. Dolayısıyla bu ülkeler arasında portföy yatırımlarının çeşitlendirilmesinin riski azaltma kabiliyeti güç kaybetmiştir. Gelişmekte olan piyasalarda ise fiyat değişkenlikleri küresel faktörlere daha az bağlıdır. İşte bu nedenle gelişmekte olan piyasalar, gelişmiş piyasalara göre daha yüksek potansiyel kazanç ve daha çok çeşitlendirme faydası sağlamaktadır.

Şekil-13’de gelişmekte olan piyasalara yatırım yoluyla gerçekleştirilen portföy çeşitlendirmesinin getiri ve riskte sağladığı fayda görülmektedir. IFC endeksi gelişmekte olan ülke piyasalarını içeren endekstir. Grafikte A noktasından C noktasına ilerlediğimizde, portföyümüzde gelişmiş piyasaların menkullerinin sayısı azalır, gelişmekte olan piyasaların menkullerinin sayısı artmaktadır. Portföy yapısında bu şekilde bir değişiklik olduğunda B noktasına kadar getiri artmakta, risk azalmaktadır. Gelişmekte olan piyasalara fonların yaklaşık %20’si, gelişmiş piyasalara da %80’i yatırılması durumunda (B noktasında) elde edilen portföyle en düşük risk bileşimine ulaşılmış olunacaktır. B noktasından sonra portföyümüze daha fazla gelişmekte olan menkulü kattığımızda portföyümüzün getirisinin oldukça yükseleceğini, bununla beraber olarak da portföy riskinin de önemli boyutlara ulaşacağını görmekteyiz.



Gelişmekte olan piyasaların menkul kıymet getirilerinin, birbirleriyle ve gelişmiş piyasaların menkul kıymet getirileriyle olan korelasyonunun düşük olduğunu ve dolayısıyla bu piyasalarla yapılacak olan çeşitlendirmenin portföyün toplam riskini azaltacağını destekleyen çeşitli ampirik çalışmalar mevcuttur. Ayrıca bu çalışmalar, gelişmekte olan piyasalara olan yatırımların daha riskli, buna karşılık getirilerinin de daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır.

Şekil-14, 1990-1996 yılları arasındaki dönemde, gelişmekte olan piyasalarda gerçekleşen dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının risk ve getirilerini ortaya koymaktadır. Bu dönemde en yüksek ortalama getiriye Polonya sahipken, bunu Brezilya ve Arjantin izlemiştir. Yunanistan, Zimbabwe, Macaristan, Venezuela ve Çek Cum. için ortalama getiriler sıfırın altında seyretmiştir. Ancak dolaylı yabancı sermaye yatırımlarındaki risklere bakıldığında, genellikle yüksek getiriye sahip piyasaların aynı şekilde yine yüksek risk içerdikleri de gözlemlenmektedir. En yüksek ortalama getiriye sahip olan Polonya aynı zamanda gelişmekte olan piyasalar içerisinde en riskli piyasa olma özelliğini de beraberinde taşımaktadır. En risksiz piyasalar ise sırasıyla Ürdün, Portekiz ve G.Afrika piyasaları olmuştur. Riske göre düzeltilmiş getiri oranı (Sharpe oranı), hem risk hem de getiriye birlikte ele aldığı için yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmektedir. Ortalama getirilerin standart sapmaya bölümüyle elde edilen Sharpe oranı, literatürde ödül/risk (reward/risk) oranı olarak da bilinmektedir.

Riske göre düzeltilmiş getiriler açısından ilk sırada G.Afrika yer almaktadır. Bunu Şili, Kolombiya, Filipinler ve Brezilya izlemektedir. Riske göre düzeltilmiş getiriler sıralamasında 9.sırada yer alan Ürdün'ün ortalama getirisi Polonya'nın neredeyse 1/6'sı kadar olmasına rağmen bu piyasa gelişmekte olan piyasalar içerisinde en risksiz olan piyasa konumundadır. Bu nedenle riskten kaçan (risk averse) dış yatırımcılar tarafından tercih edilebilir. Genel olarak Latin Amerika ülkelerinin, portföy yatırımları için daha riskli, Asya ülkelerinin ise daha istikrarlı bir yapıya sahip oldukları görülmektedir.

Grafik Türkiye açısından incelendiğinde, bu dönemde Türkiye'nin ortalama getirisinin düşük olmasının yanısıra, oldukça riskli piyasalar arasında olması neticesinde, riske göre düzeltilmiş getiri oranının oldukça düşük kaldığı (0,01) görülmektedir.

Piyasalar arasındaki getiri ilişkisi, korelasyon katsayısı ile ölçülmektedir. Korelasyon katsayısı sabit değildir, zamanla değişiklik gösterir ve karşılaştırma yapılan ülkeler arasındaki ekonomik konjonktürlerin benzerlik ve farklılıklarından kaynaklanır. Piyasaların tamamının birbiriyle olan getiri ilişkilerinin topluca gösterilmesinde ise korelasyon katsayıları matrisinden yararlanılır.(bkz.Tablo-4)

Korelasyon katsayısı +1,0 ile -1,0 arasında bir değer taşır. Korelasyon katsayısının +1 olması durumunda, dış yatırımcıların değişik gelişmekte olan piyasalara yatırım yaparak portföy risklerini azaltmaları mümkün değildir. Kısacası korelasyon katsayısının +1 olması iki piyasa arasında tam pozitif yönde bir ilişkinin olduğunu gösterir ve dış yatırımcı için sanki tek bir piyasada yatırım yapılmış gibi sonuç verir. Korelasyon katsayısının 0 olması durumu ise piyasalar arasında hiçbir ilişkinin bulunmadığını gösterir. Bu durumda, değişik piyasalardaki farklı menkullere yatırım yapılarak (çeşitlendirmeye gidilerek) portföy riski azaltılabilir. Korelasyon katsayısının -1 olması ise, piyasalar arasında tam negatif yönde bir ilişkinin bulunduğunu gösterir ve portföyün riski sıfır olabilir. Hiç kuşkusuz piyasalar arasındaki korelasyon katsayıları söz konusu bu uç değerleri vermese de bunlara yakın değerlere sahip olacaktır. Bu açıdan negatif yönlü korelasyon katsayısına sahip piyasalar arasında, riskin minimize edilmesi açısından, uluslararası çeşitlendirme dış yatırımcılar için daha faydalı olacaktır.

Tablo-4, 1995-2000 yılları arasındaki dönemde ortalama getirilerin sermaye piyasaları arasındaki korelasyon katsayılarını göstermektedir. Gelişmekte olan sermaye piyasaları arasında çok sayıda negatif yönlü bir getiri ilişkisinin bulunduğu görülmektedir. Bu ise, çeşitlendirmenin riski azaltıcı faydasının yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bakımdan en yüksek negatif yönlü ilişki -0,35

ile Nijerya ve Umman arasında bulunmaktadır. Aralarında hiçbir ilişkinin bulunmadığı piyasalar ise, Umman ile Sri Lanka'dır. İlişkinin en yüksek olduğu piyasalar ise Endonezya ve Filipinler'dir.

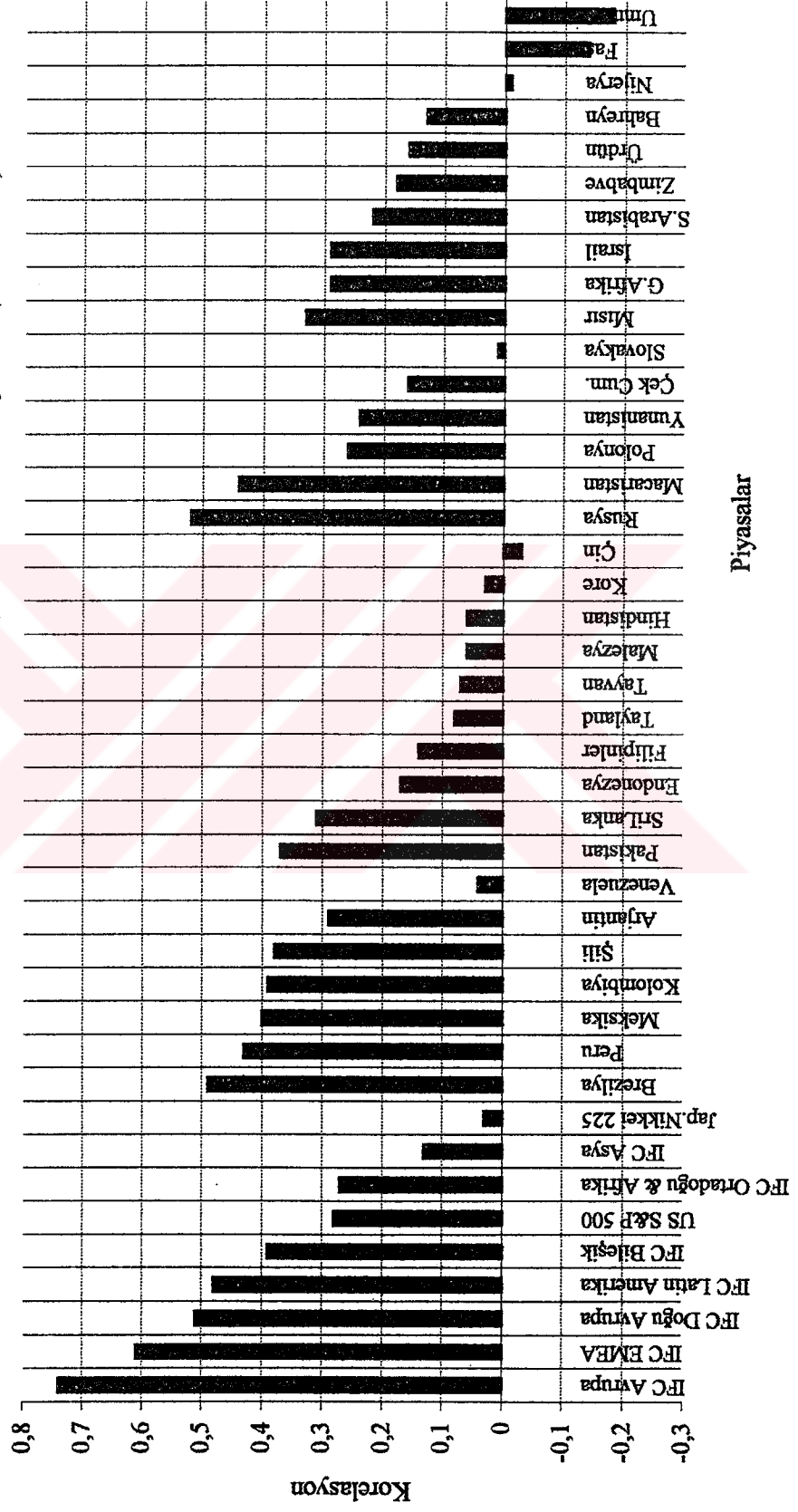
Konuya Türkiye açısından bakacak olursak (bkz.Şekil-15), 1995-2000 yılları arasında Çin, Nijerya, Fas ve Umman ile negatif yönlü bir getiri ilişkisinin olduğu görülmektedir. En yüksek pozitif yönlü ilişki ise Avrupa ve Doğu Avrupa ülkeleri iledir. Bu konuda başı Rusya çekmektedir. Diğer yandan Türkiye, Doğu Asya ve Afrika ülkeleriyle negatif yönlü veya küçük oranlarda pozitif yönlü bir getiri ilişkisine sahiptir. Avrupa ülkeleriyle ise bu ilişki büyük oranlarda pozitif yönlüdür. Bu açıdan portföy riskinin azaltılmasında Türk menkul kıymetleri dış yatırımcılara özellikle Doğu Asya ve Afrika menkul kıymetleriyle oluşturulacak bir portföyde önemli bir uluslararası çeşitlendirme faydası sağlayacaktır.

Tablo-4: Sermaye Piyasaları Arasındaki Korelasyon Katsayıları (1995-2000)

	US S&P 500	Jap. Nikkei 225	Arjantin	Brezilya	Kolombiya	Meksika	Peru	Çin	Hindistan	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayvan	Tayland	Çek Cum.	Yunanistan	Macaristan	Polonya	Rusya	Slovakya	Türkiye	Bahreyn	Mısır	İsrail	Ürdün	Fas	Nijerya	Umman	S. Arabistan	G. Afrika	Zimbabve				
US S&P 500	1.00																																			
Jap. Nikkei 225	0.52	1.00																																		
Arjantin	0.52	0.34	1.00																																	
Brezilya	0.49	0.35	0.66	1.00																																
Kolombiya	0.18	0.01	0.35	0.39	1.00																															
Meksika	0.64	0.37	0.76	0.73	0.23	1.00																														
Peru	0.30	0.28	0.63	0.62	0.51	0.53	1.00																													
Çin	0.06	0.13	0.17	0.19	0.09	0.11	0.36	1.00																												
Hindistan	0.13	0.22	0.10	0.24	0.02	0.27	0.26	0.22	1.00																											
Endonezya	0.35	0.66	0.22	0.23	0.14	0.19	0.14	0.10	0.16	0.43	1.00																									
Kore	0.48	0.30	0.47	0.27	0.16	0.38	0.27	0.22	0.28	0.32	0.28	1.00																								
Malezya	0.43	0.40	0.53	0.42	0.17	0.45	0.34	0.46	0.37	0.39	0.30	0.55	0.44	1.00																						
Filipinler	0.54	0.55	0.47	0.34	0.04	0.41	0.18	0.05	0.12	0.61	0.62	0.67	0.74	0.49	1.00																					
Tayvan	0.16	0.02	0.40	0.34	0.12	0.33	0.28	0.13	0.28	0.21	0.13	0.30	0.23	0.26	0.15	1.00																				
Tayland	0.24	0.00	0.31	0.22	0.16	0.26	0.38	-0.08	0.21	0.21	0.18	0.13	0.36	0.38	0.27	0.26	0.61	0.43	1.00																	
Çek Cum.	0.49	0.13	0.54	0.48	0.21	0.52	0.39	0.05	0.24	0.34	0.13	0.36	0.38	0.27	0.26	0.26	0.61	0.43	1.00																	
Yunanistan	0.37	0.24	0.48	0.41	0.05	0.48	0.32	0.20	0.28	0.27	0.28	0.45	0.42	0.37	0.13	0.61	0.27	0.66	1.00																	
Macaristan	-0.05	-0.11	-0.16	-0.13	-0.06	-0.03	-0.09	0.12	0.03	-0.02	-0.04	-0.01	-0.24	-0.16	-0.13	0.14	0.03	0.05	0.20	0.66	1.00															
Polonya	0.28	0.03	0.23	0.49	0.39	0.40	0.43	-0.03	0.06	0.17	0.03	0.06	0.14	0.07	0.08	0.16	0.24	0.44	0.26	0.52	0.01	1.00														
Türkiye	0.15	0.45	0.45	0.19	0.26	0.31	0.45	0.06	0.31	0.48	0.46	0.35	0.60	0.52	0.55	0.08	0.09	0.10	0.41	0.10	-0.13	0.13	1.00													
Bahreyn	0.20	-0.05	0.10	0.12	0.20	0.18	0.19	0.02	0.27	0.07	0.02	0.20	0.13	0.23	0.09	0.11	0.20	0.28	0.38	0.23	0.11	0.33	0.54	1.00												
Mısır	0.27	0.13	0.37	0.61	0.19	0.52	0.53	0.19	0.45	0.22	0.03	0.18	0.24	0.27	0.63	0.19	0.25	0.28	0.33	0.40	-0.08	0.29	0.24	0.28	1.00											
İsrail	0.11	-0.13	-0.08	0.03	0.14	0.07	0.00	-0.28	0.06	-0.03	0.00	-0.08	-0.21	-0.06	-0.10	-0.11	0.32	0.02	-0.04	-0.01	0.04	0.16	-0.03	0.18	0.25	1.00										
Ürdün	0.06	-0.11	-0.21	-0.24	-0.15	-0.23	-0.09	0.24	0.16	-0.13	-0.07	-0.11	-0.12	0.08	-0.11	-0.08	0.16	0.06	0.02	-0.13	0.20	-0.14	0.15	0.22	-0.19	0.08	1.00									
Fas	0.16	-0.01	0.18	0.28	0.02	0.13	0.21	0.44	-0.06	0.14	-0.04	0.13	0.08	0.34	0.03	0.19	-0.07	0.17	0.15	0.25	0.37	0.00	-0.89	0.03	0.19	-0.22	0.15	1.00								
Nijerya	0.01	0.27	-0.03	-0.41	-0.15	-0.21	-0.05	-0.06	0.05	0.27	0.28	0.30	0.38	-0.09	0.31	-0.09	0.14	0.07	0.32	-0.24	0.30	-0.18	0.51	0.28	-0.21	-0.18	0.29	-0.35	1.00							
Umman	0.08	0.16	0.10	0.32	0.14	0.27	-0.19	0.19	0.21	-0.19	0.10	-0.18	-0.24	-0.04	-0.11	-0.02	0.04	-0.06	0.12	0.09	0.33	0.22	0.20	0.04	0.23	0.03	0.02	0.11	-0.01	1.00						
S. Arabistan	0.53	0.46	0.64	0.86	0.05	0.65	0.46	0.23	0.23	0.41	0.41	0.44	0.61	0.44	0.65	0.33	0.33	0.45	0.56	0.48	0.00	0.29	0.54	0.23	0.28	-0.11	0.03	0.30	0.10	0.23	1.00					
G. Afrika	0.20	0.31	0.23	0.33	0.21	0.23	0.23	0.21	0.42	0.25	0.40	-0.19	0.23	0.28	0.23	0.24	0.15	0.24	0.28	0.24	-0.08	0.18	0.53	0.26	0.37	-0.04	-0.04	0.09	-0.08	0.22	0.29	1.00				
Zimbabve																																				

Kaynak: Standard & Poors., "Emerging Stock Markets Factbook-2001", Mc Graw Hill, New York, 2001., s.58.

Şekil-15 : Türkiye'nin Uluslararası Sermaye Piyasaları İle Korelasyonları (1995-2000)



Kaynak: Standard & Poors., "Emerging Stock Markets Factbook-2001", Mc Graw Hill, New York, 2001, s. 58

4.4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV PİYASALARIN ROLÜ

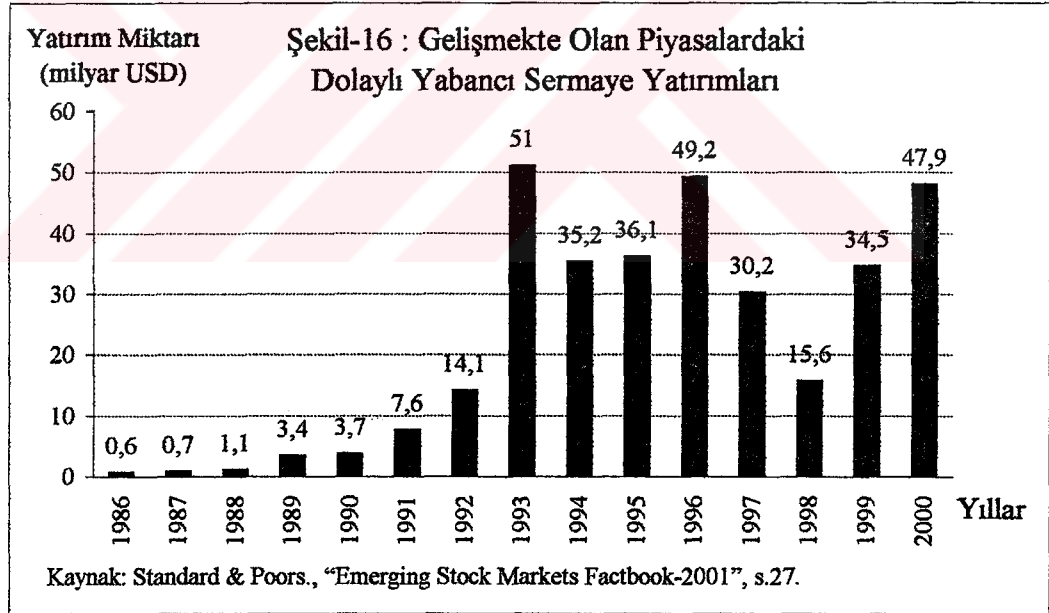
Yabancı yatırımcılar kur riski, faiz oranı riski, politik risk ve enflasyon riski gibi çeşitli risklerle karşı karşıyadırlar. Dolayısıyla yabancı yatırımcılar finansal ve ülkeye özgü riskleri düşük maliyetlerle sigortalayabilmek için türev ürünleri kullanmak zorundadırlar. Finansal risklerden korunma (hedging) amacına ek olarak, türev ürünler yatırımcılara spekülatif ve arbitraj fırsatları da sunmaktadır. Dolayısıyla çok çeşitli türev ürünlere sahip gelişmekte olan ülkeler, türev ürünlere sahip olmayan ülkelere göre daha fazla dolaylı yabancı sermaye yatırımını çekebilmektedir. Türev ürünlerin varlığı ile yatırımcılar menkul kıymetleri daha sık aralıklarla değiştirebilmekte, bu işlemler de piyasada etkinlik, likidite ve derinlik sağlayabilmektedir. Bunun bir sonucu olarak, türev ürünlere sahip gelişmekte olan sermaye piyasalarının performansı genellikle türev ürünlere sahip olmayan piyasalara göre daha iyidir.

Günümüzde bazı gelişmekte olan ülkeler, finansal piyasalardaki kayıpları önlemek ve rekabetin oldukça fazla olduğu dünyada yabancı sermaye hareketlerinden daha fazla pazar payına sahip olabilmek için kendi türev piyasalarını kurmuşlardır. Bunlar arasında en aktif olanlar Brezilya, Arjantin, Meksika, Şili, Filipinler, Macaristan, İsrail, Malezya ve Güney Afrika ülkeleridir. Brezilya en fazla türev ürün sözleşmeleri işlemi yapılan gelişmekte olan ülke konumundadır.

4.5. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

Şekil-16, 1986- 2000 yılları arasında gelişmekte olan piyasalara yapılan dolaylı yabancı sermaye yatırımlarını göstermektedir. 1989 yılında bir önceki yıla göre 3 kat, 1991 yılında bir önceki yıla göre 2 kat, 1992 yılında yine bir önceki yıla göre 2 kat artan dolaylı yabancı sermaye yatırımları 1993 yılında en yüksek seviyesine erişmiştir. 1986 yılında sadece 600 milyon USD olan gelişmekte olan

piyasalara yatırım, 1993 yılında 51 milyar USD'ye ulaşmıştır. Bu yıllarda sanayileşmiş batılı ülkelerin fonlarının, gelişmekte olan piyasalara akmasında görülen artışın nedenleri ABD faiz oranlarının "itme etkisi" ile gelişmekte olan piyasalardaki yatırım fırsatlarının "çekme etkisinin" bileşimi olarak nitelendirilebilir. Sanayi ülkelerindeki faiz oranları düşüşleri ve büyüme hızı yavaşlamalarının, sermayenin bu ülkelere kaçışına olan etkisinin payı büyük olmuştur. Ancak portföy akımlarındaki artışın sebebi, sadece kaynak ülke koşullarına bağlanamaz. Ev sahibi ülkenin kredi değerliliği, getirilen yeni düzenlemeler, portföy çeşitlendirme isteği ve yatırımcının bilgi edinme olanağının gelişmesi gibi faktörler de gelişmekte olan ülkelere yönelik dolaylı yabancı sermaye yatırımlarını motive edici rol oynamıştır. Bunun yanısıra yüksek getiri beklentisi içinde olan yatırımcının, gelişmekte olan ülkelerin yüksek riskini kabullenmesi de önemli bir faktördür.



1993 yılından sonra gelişmekte olan piyasalara ilgi biraz azalmış, 1998 yılında 15,6 milyar USD'ye kadar gerilemiştir. 1997 ve 1998 yıllarında gelişmekte olan hisse senedi piyasalarında gözlenen önemli düşüşler Asya finansal krizinden kaynaklanmaktadır. Bölgesel bazda Latin Amerika en fazla fon çeken bölge olup, sırasıyla Asya ve EMEA (Avrupa-Ortadoğu-Afrika) bölgeleri onu izlemiştir. Doğu Asya ülkelerinin fazla fon çekmesinin nedenlerinden en

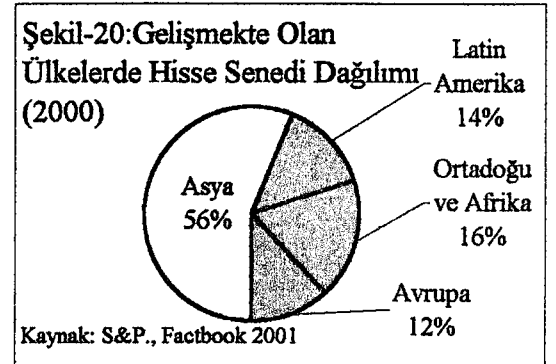
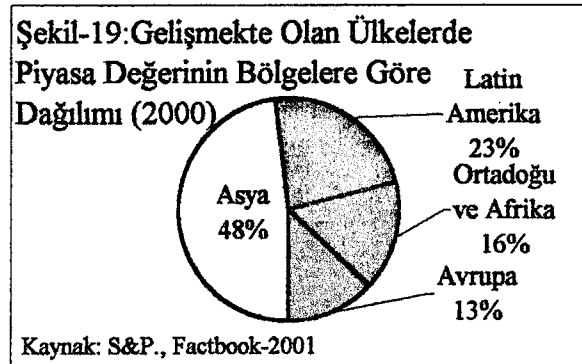
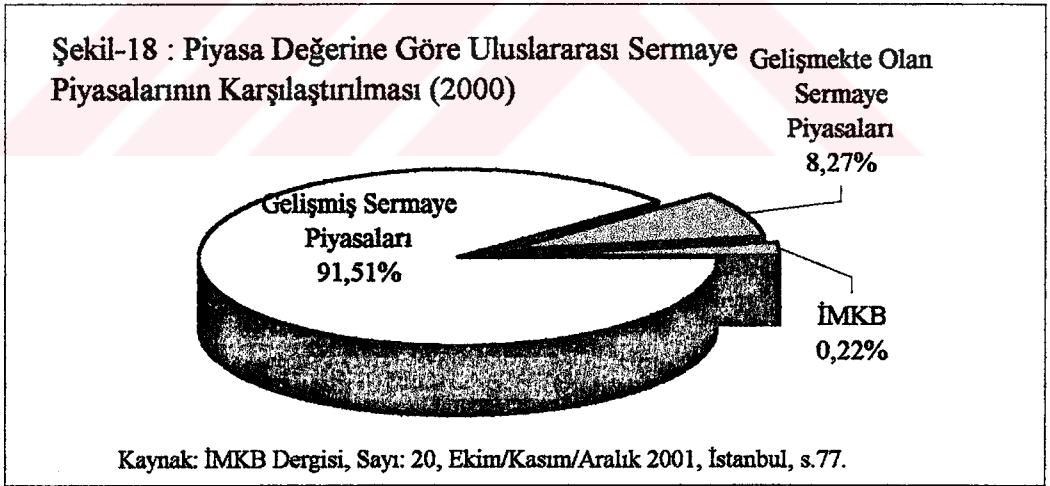
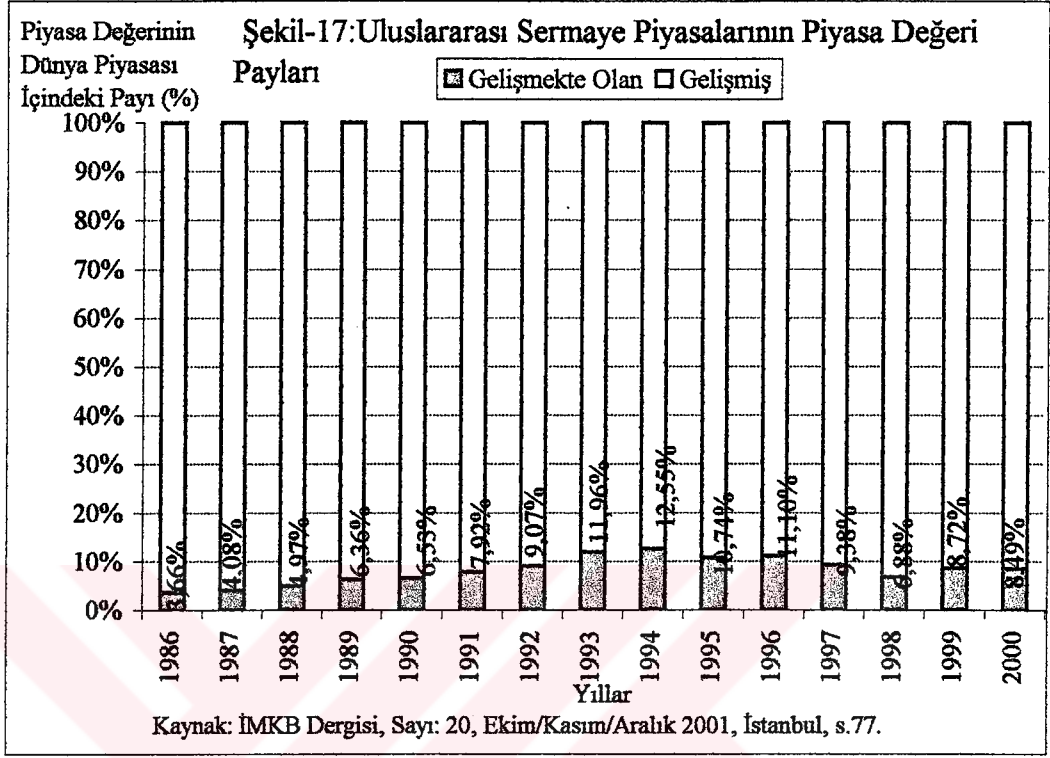
önemlisi, hükümetlerin yabancı yatırımcılara koymuş oldukları sınırlamaları kaldırmaları veya gevşetmeleridir. Örneğin gelişmekte olan ülkelerden biri olan Çin, bazı firmalarının hisse senetlerini Hong Kong ve Güney Kore Borsalarına kayıt ettirerek yabancı yatırımcılara koymuş olduğu sınırlamaları azaltmıştır. 1999 ve 2000 yıllarında ise gelişmekte olan piyasalara yapılan dolaylı yabancı sermaye yatırımları yeniden yükselişe geçmiştir. 2000 yılında gerçekleşen yatırım tutarı 1993 yılındaki rakama oldukça yaklaşmıştır.

Şekil-16'dan da görüldüğü üzere son yıllardaki düşüşler haricinde 1993-2000 arası dönemde, önceki yıllara oranla önemli mesafe kaydetmiştir. 1993 ve 1994 yıllarında tüm uluslararası sermaye akımlarının %20'si gelişmekte olan ülkelere gitmiştir. Gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımlarının bileşimi, son 20 yılda önemli değişimler göstermiştir. 1970'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yabancı ticari bankalar kanalı ile sağlanan dış finans imkanı, 1980'li yılların başlarında birçok ülkenin büyük dış borçları nedeniyle kısıtlanmış ya da tamamen kesilmiştir. Buna karşılık finansal ortamın ve makro ekonomik göstergelerin iyileşmesi ile 1990'lı yıllarda gelen sermaye akımlarının çoğu portföy ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak bankalardan, banka dışı kanallara kaymıştır.

Piyasa değeri veya piyasa kapitalizasyonu, bir piyasaya kote olan şirketlerin toplam hisse senedi sayısı ile piyasa fiyatlarının çarpımlarının toplamı şeklinde ifade edilebilen ve piyasaların büyüklüğünü ölçmek için kullanılan bir kavramdır. Gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının piyasa değerinin, dünya piyasa değeri içindeki payı 1986 yılından beri devamlı bir artış içerisinde olmuş, 1986 yılında %3,66 olan bu oran 1994 yılında %12,55 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 1997 ve 1998 yıllarında Asya finansal krizinin etkisiyle %6,88'e kadar gerileme yaşanmış ancak 2000 yılında %8,49'a ulaşılmıştır. (bkz.Şekil-17).

2000 yılında dünyadaki tüm hisse senetlerinin piyasa değeri 32,2 trilyon USD'ye ulaşmaktadır. Bunun %91,5'lik bölümünü gelişmiş piyasaların hisse senetleri oluşturmakta, ancak sadece %8,5'lük bölümünü ise gelişmekte olan

piyasaların hisse senetleri almaktadır(bkz.Şekil-18). Dünya hisse senedi piyasa değeri toplamından İMKB'nin aldığı pay ise sadece %0,22'dir.

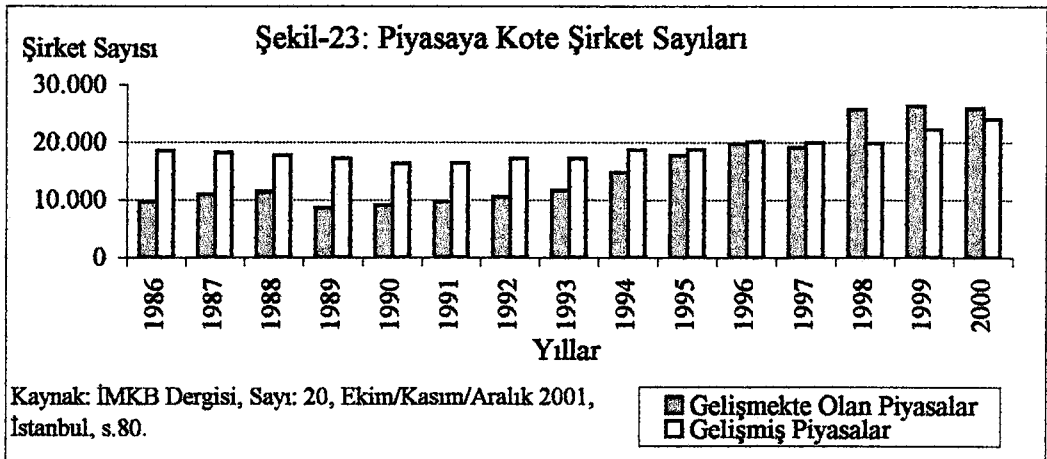
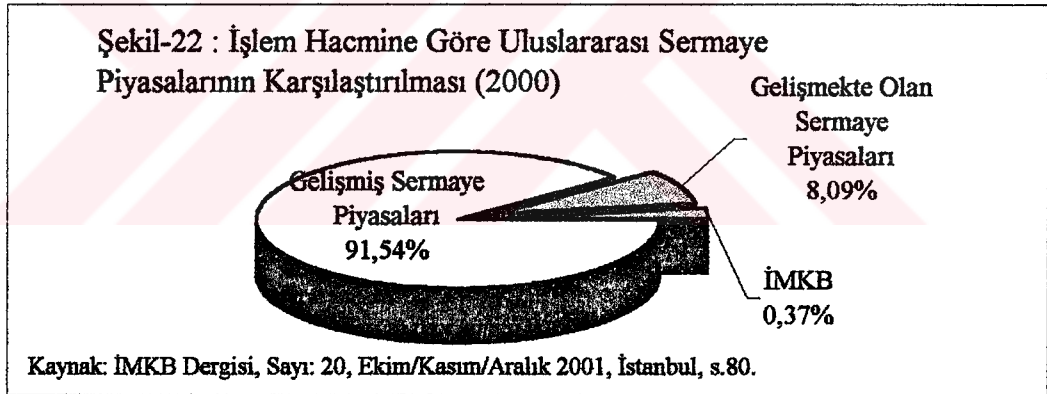
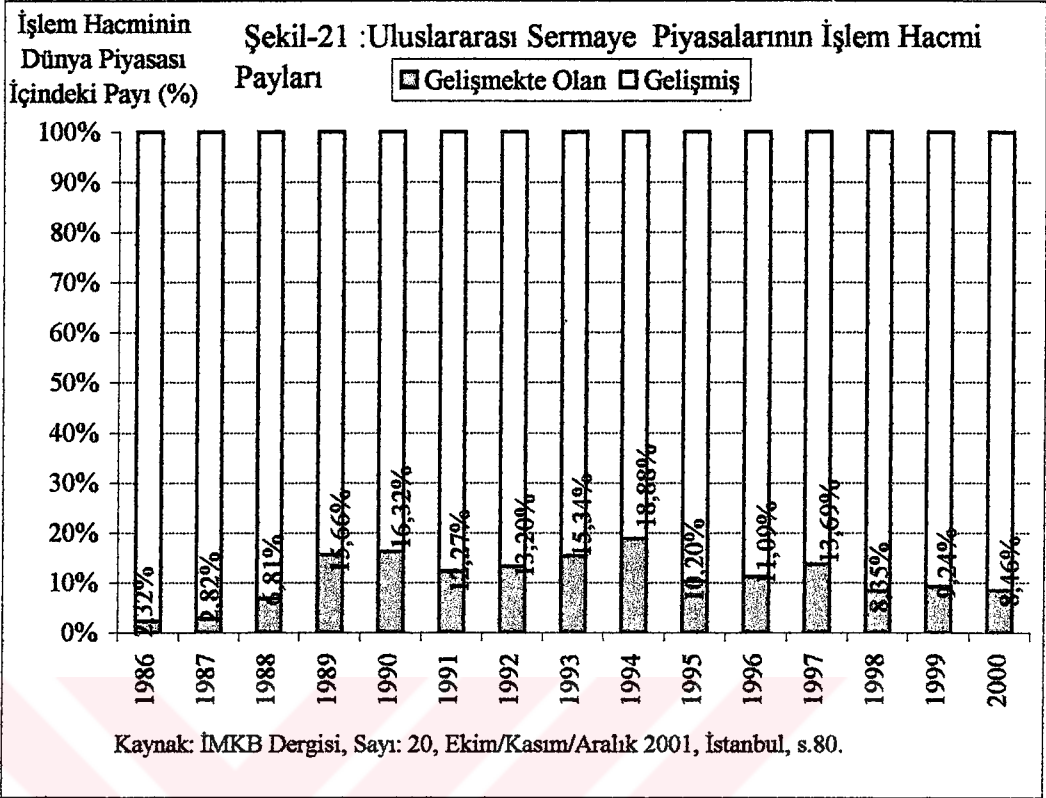


1997 ve 1998 yıllarındaki Asya finansal krizinden gelişmekte olan ülkelerin bu kadar fazla etkilenmesinin nedeni, gelişmekte olan ülkeler içerisinde Asya ülkelerinin önemli yer teşkil etmesinden kaynaklanmaktadır. Şekil-19 ve Şekil-20’de görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkelerin piyasa değerinin ve hisse senedi sayısının hemen hemen yarısını Asya ülkeleri oluşturmaktadır.

İşlem hacmi, borsada belli bir süre boyunca el değiştiren hisse senetlerinin toplam değerinin belli bir para cinsinden ifade edilmesidir. İşlem hacminin yüksek olması, bir sermaye piyasası için oldukça önemli bir unsurdur. İşlem hacmi yüksek olan piyasaların likiditesinin ve derinliğinin yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Derinlik, piyasada muhtelif fiyatlardan çok fazla alıcı ve satıcının bulunması demektir.

Şekil-21, uluslararası sermaye piyasalarının işlem hacmi paylarını göstermektedir. 1986 yılında gelişmekte olan piyasaların dünya işlem hacmi içindeki payı sadece %2,32 iken bu oran 1994 yılında şu anki en yüksek seviyesine %18,88’e çıkmıştır. Ancak bu tarihten sonra gelişmekte olan piyasaların işlem hacminin dünya piyasası içindeki oranı çalkantılı bir döneme girmiş ve 2000 yılında %8,46 olarak gerçekleşmiştir.

2000 yılındaki dünyadaki tüm hisse senetlerinin işlem hacmi 47,8 trilyon USD’dir. Şekil-22’de görüldüğü gibi bunun ancak %8,46’sı gelişmekte olan piyasalarda gerçekleşmektedir. İMKB’nin işlem hacmi dünya piyasası içinde ancak %0,37’lik bir pay (179 milyar USD) almaktadır. Yani gerçekleştirilen 1000 USD’lik işlemin 915 USD’si gibi oldukça büyük bir bölümü gelişmiş sermaye piyasalarında, 81 USD’si gelişmekte olan piyasalarda, 4 USD’si de İMKB’de olmaktadır.



Piyasaya kote yerli şirket sayısının çokluğu, o ülkede tasarrufların önemli bir bölümünün sermaye piyasaları yoluyla özkaynak niteliğinde el değiştirmiş olduğunun bir göstergesi olabilir. Şekil-23, 1986-2000 yılları arasındaki dönemde piyasaya kote şirket sayısını geliştirmekte olan ve gelişmiş piyasa ayrımı içerisinde vermektedir. Grafikte 1986-1996 yılları arasındaki dönemde gelişmiş ülkelerdeki borsaya kote şirket sayısının geliştirmekte olan ülkelere kıyasla daha fazla olduğu fakat 1996 yılından itibaren geliştirmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeleri yakalayıp geçtiği göze çarpmaktadır. Bunun en büyük sebebi geliştirmekte olan ülkelerin, kotasyon konusunda oldukça esnek düzenlemeler getirmeleridir. Ancak son yıllarda gelişmiş ülkelerdeki şirket sayısının da gittikçe arttığı söylenebilir. 2000 yılında global piyasada, piyasaya kote şirket sayısı 50.000'i bulmuştur.

4.6. DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİSİ

4.6.1. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımlarının Pozitif Etkisi

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

2001 yılı itibariyle Latin Amerika piyasalarında dış yatırımcılar piyasa değerinin önemli bir kısmını; Meksika'da %25, Şili'de %23 oranında, ellerinde tutmaktadır. Meksika'da 1991'de Telemex'in 2,1 milyar USD olan ilk özelleştirme hisse senedi ihracı %80 oranında dış yatırımcılar tarafından karşılanmıştır. Bu örnek, uluslararası hisse senedi yatırımcılarının, bir ülkenin hisse senedi piyasasını canlandırıcı bir katalizör rolü oynayabileceğini göstermektedir. Meksika'da Telemex'in, diğer piyasa reformlarıyla birlikte

özelleştirilmesine karar verilmesi dolaylı yabancı sermaye yatırımlarını hızlandırmıştır. Birinci ve ikinci Telemex satışları sırasında Meksika hisse senedi piyasalarında %300 oranında bir artış gözlemlenmiştir. Özelleştirme yoluyla ülkeye iki yıl içinde 15 milyar USD değerinde yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Latin Amerika'da yabancı sermaye 1989'da 5 milyar USD, 1990'da 13 milyar USD ve 1991'de 40 milyar USD seviyesine çıkmıştır.²⁶

Yapılan araştırmalar sonucunda, dolaylı yabancı sermaye yatırımı ile hisse senedi fiyatları arasında şöyle bir ilişki tespit edilmiştir. Gelişmekte olan sermaye piyasalarına yapılan her 1 milyar USD yabancı sermaye yatırımı, hisse senedi fiyatlarını %1,4 oranında arttırmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasalarında ise bu oran %0,3'dür.²⁷

Clark ve Berko, gelişen bir ekonomiye sahip olan Meksika üzerinde ekonomik ve istatistiksel yöntemleri kullanarak gözlem yapmış ve yabancıların Meksika'da aylık hisse senedi satın almaları ile hisse senetlerinin getirileri arasında güçlü bir pozitif korelasyonun olduğunu göstermişlerdir. Yabancı girişler piyasa değerinin %1'i kadar olduğunda Meksika hisse senedi fiyatları %13 artmıştır.²⁸ Buna göre gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi fiyat hareketlerinde yabancı sermayenin etkin rol oynadığı söylenebilmektedir.

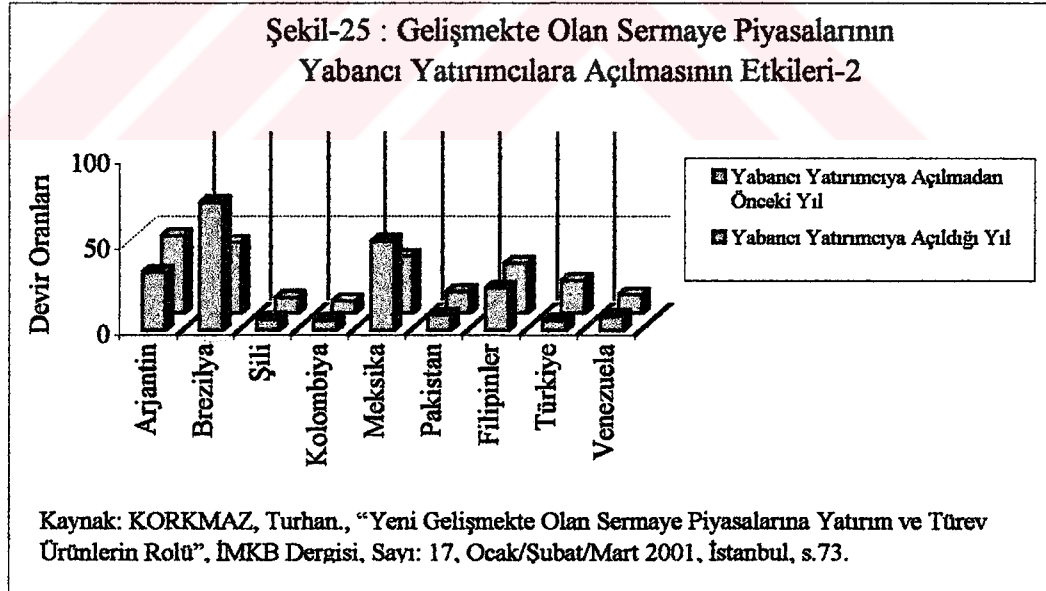
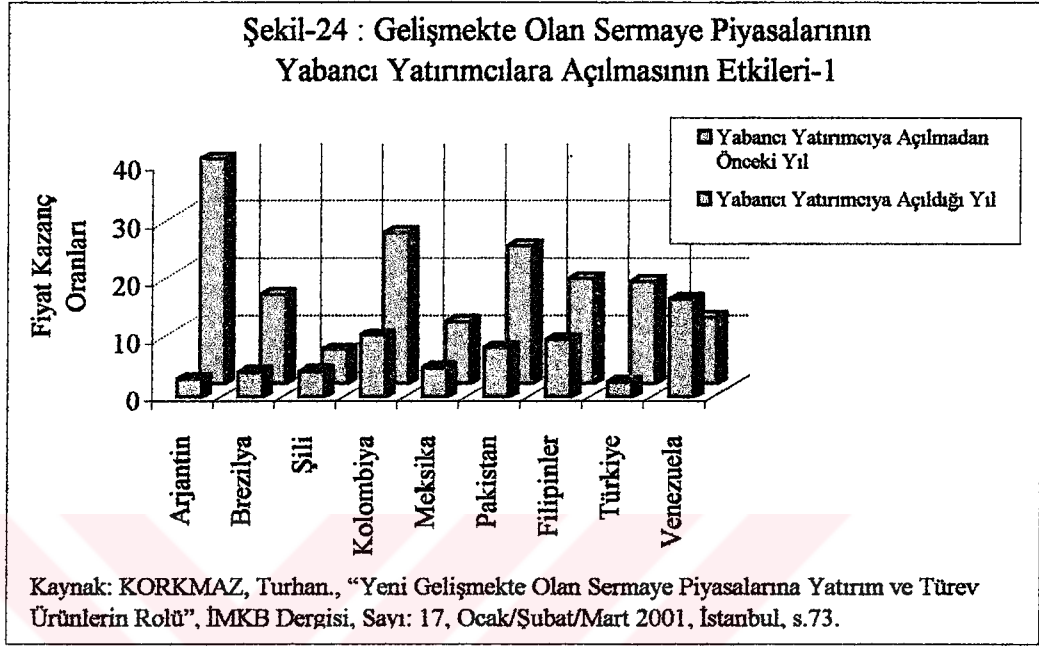
Gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının yabancı yatırımcılara açılması, fiyat/kazanç oranları ile devir rasyolarındaki artışlar arasında pozitif korelasyon yaratmıştır. Şekil-24'de görüldüğü gibi fiyat kazanç oranı Arjantin'de 12, Türkiye'de 8 ve Brezilya'da 3 kat artmıştır. Bir çok gelişmekte olan piyasada gözlenen yüksek işlem hacimleri, devir rasyolarını artırıcı etki yapmıştır. Bunların sonucunda ortaya çıkan yabancı sermaye akışındaki rahatlama, gelişmekte olan piyasalarda piyasa aktivitelerinin artmasına neden olmuştur. Birçok gelişmekte

²⁶ TÜSIAD., "Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları Sempozyumu", Yayın No:T/93, İstanbul, 1993, s.50.

²⁷ İMKB., "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye", İMKB Yayın No:3, 1994, s.59.

²⁸ CLARK, John., BERKO, Elizabeth., "Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 1997, s.122.

olan piyasa, yeni sermayeleri çekmesi nedeniyle hisse senedi fiyatlarında ve hacimlerinde artış eğilimine girmiştir.



Yabancı sermayenin gelişmekte olan piyasalara akışı, yerel yatırımcıların menkul kıymet satın alma güvenini artırıcı etki yapmaktadır. Sermaye akışının olduğu gelişmekte olan ülkede ekonominin güçlü olduğu veya olacağı anlamına

geldiğinden, sözkonusu ülkelerde menkul kıymetlerden beklenen getiri gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olabilmektedir. Yabancı yatırım uzmanlarının ileri bilimsel yatırım araçlarını kullanarak portföy seçimi yapmasından dolayı, yerli yatırımcılar yabancıların yapmış oldukları seçimlerin daha sağlıklı olduğu görüşüne sahip olmakta ve kendi portföylerini de yabancıların portföylerine benzer şekilde oluşturmaya çalışmaktadırlar. Makro boyutta bakıldığında, yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkeye girmesi, ülkedeki döviz rezervlerini artıracak ve bunun sonucunda ülkenin kredi derecesi artabilecek, ucuz maliyetle ve kolay borçlanabilecektir.

4.6.2. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımlarının Negatif Etkisi

Gelişmekte olan ülkelere yapılan dolaylı yabancı sermaye yatırımları, özellikle finansal kriz zamanlarında, yatırım yapılan ülkenin para ve döviz politikalarındaki problemleri ağırlaştırabilmekte, ülkenin döviz rezervlerinde yoğun bir baskı yaratabilmektedir. Dış yatırımcılar, ikincil piyasalarının sağladığı likiditeyle, sahip oldukları menkul kıymetleri büyük miktarda satıp, elde ettikleri geliri ülkelere geri transfer edebilmektedir. Döviz rezervlerinin erimesine yol açabilecek bu hareket, özellikle küçük ölçek ekonomilerine sahip ülkelerde krizsel sorunlar yaratabilmektedir.

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

Diğer taraftan ülke ekonomilerinde para arzı politikaları enflasyonla mücadele için en etkili araçlardan biri olarak kullanılmaktadır. Aktif bir tahvil piyasasının varlığı, özel sektörün paraya benzer özellikler taşıyan borçlanma senetlerini ihraç edebilmesine imkan vermekte ve dolayısıyla hükümetlerin para arzı kontrollerini azaltıcı rol oynamaktadır. Hükümetler özel sektör borçlanma senetlerine olan ilgiyi azaltmak suretiyle para arzını azaltmakta, devlet borçlanma

senetlerinin faizlerini yükseltebilmektedir. Ancak bu politika, tasarrufları yatırımlar yerine rantiyeye yöneltebilmekte ve de en önemlisi yabancı sermayenin o ülkenin para birimine ilgisini arttırarak, sıcak paranın döviz kuru dengelerini bozmasına yol açabilmektedir. Bu tür bir gelişmenin getireceği ekonomik sorunları engelleyebilmek için gelişmekte olan ülkelerin sermaye kısıtlamalarını kaldırmadan önce, düşük enflasyon ve makro-ekonomik istikrarı sağlamaları, daha sonra finansal serbestleşmeye gitmelerinde yarar vardır. Yabancı sermayenin giriş-çıkışının ülke ekonomisinde yaratabileceği dalgalanmaları önleyebilmek, yapılan finansal reformlarda sistematik amaç ve uygun politikaların takip edilmesine bağlıdır.

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

Gelişmekte olan ülkelere sermaye giriş-çıkışlarının serbestleştirilmesi, uygulanacak ekonomik reformların en son aşamasında oluşturulmalıdır. Bütçe açığı kapatılmadan, yüksek enflasyon oranı düşürülmeden ve ticarete rekabet edebilecek düzeyde tam serbesti sağlanmadan önce uluslararası sermaye hareketlerinde tam bir serbestiye gidilmesi, ülkelere faydadan çok zarar getirebilecektir. Örneğin yakın zamandaki Asya finansal krizinden en çok darbe gören iki ülke, döviz giriş ve çıkışlarında çok az yasal düzenlemeye sahip olan Endonezya ve Tayland'dır. Malezya'nın swap ve forward gibi türev ürünlere ilişkin işlemlere sınır koyması, Malezya para birimine spekülasyonların sınırlı olmasını sağlamış ve Malezya bu krizden diğer iki ülkeye göre daha az etkilenen ülke olmuştur.

Ancak bütçe açığının dengelenmemesi durumunda, sermaye giriş-çıkışlarının kontrollerinin kaldırılması, o ülkenin para biriminin değerlenmesine yol açabilmektedir. “*Düşük kur-yüksek faiz*” politikası yüksek bir faiz beklentisi oluşturarak büyük ölçüde yabancı sermaye girişi sağlayabilmektedir. Düşük kur politikası, ihracatı köstekleyip ithalatı pompalamakta ve böylece ithalat ve cari açık artmaktadır. Ülkeye olan sermaye akımı devam edeceğinden hükümetler daha kolay borçlanabilecektir. Böylece bütçe açığı daha da büyüyecektir. Bütçe açığını kapatmada kullanılan politikalar popülist olmadığı için, hükümetler oy kaygısıyla bu politikaları kullanmayı ertelemektedir. Ancak muhtemel finansal krizlerin ortaya çıkmasına zemin hazırlayacak bu tür politikalar daha çok zararlara sebep olabilmektedir.

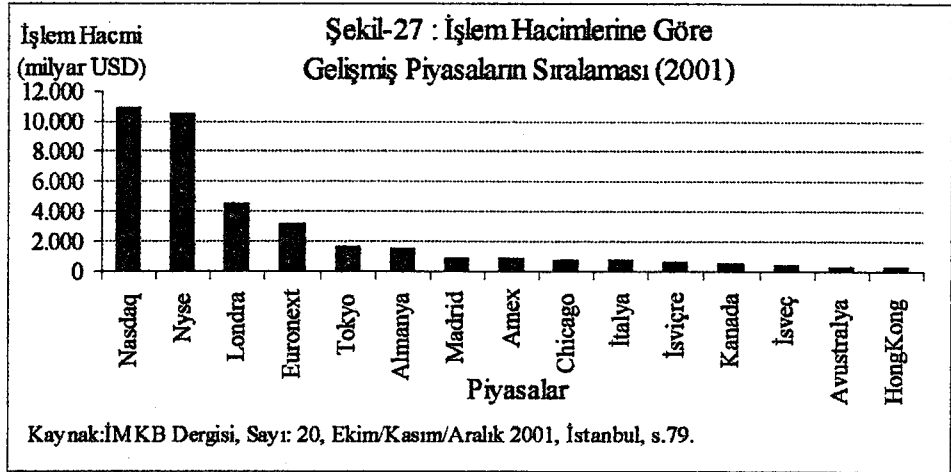
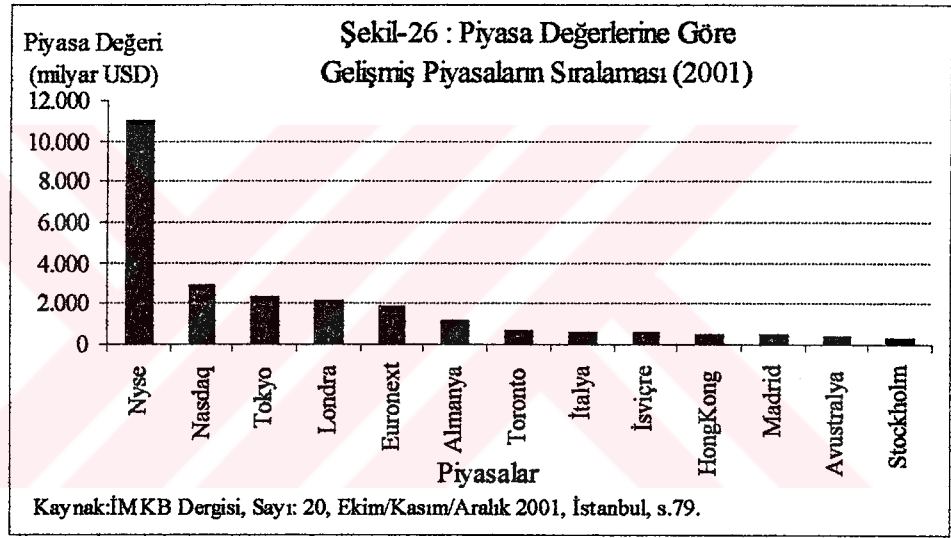
Sonuç itibariyle, gelişmekte olan ülkeler dolaylı yabancı sermaye yatırımlarını arttırmadan önce yapısal değişiklikleri gözden geçirmeli ve olası zararları iyice inceledikten sonra, zararları en aza indirgeyecek şekilde yapısal ve teknik düzenlemelere gitmelidir. Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının ülke ekonomisine beklenen faydayı sağlaması yönünde hukuki, ekonomik, politik düzenlemelerde tutarlı ve istikrarlı davranış içerisinde olmak son derece önemlidir.

BESİNCİ BÖLÜM
GELİŞMİŞ ÜLKELERDE
DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

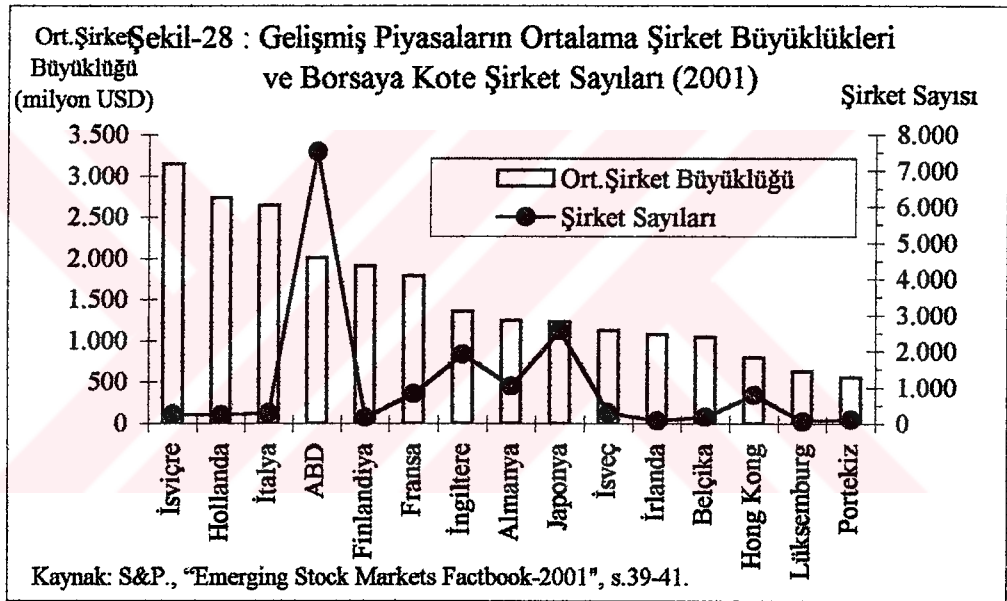
Gelişmiş piyasalar son yıllarda en kötü dönemlerini geçirmektedirler. Ocak 2002-Ekim 2002 aralığında Wall Street'in zirvesinden, dip noktasına kaybı %31 olmuştur. Ekim 2002 itibariyle Dow Jones endeksi %18 gerilerken (son 10 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir), NASDAQ değerinin beşte birini yitirmiştir. Tokyo Borsası ise, Ocak 2002'den bu yana %19 değer kaybetmiş ve son 19 yılın en düşük seviyesine inmiştir. Avrupa açısından durum daha da kötü olmuştur. Paris'te CAC Endeksi Ocak 2002'den bu yana %40, Frankfurt'ta DAX Endeksi %49, Londra'da Financial Times 100 Endeksi %28 gerilemiştir. 2002 yılında, 30 yıldan bu yana ilk kez Avrupa, ABD ve Japonya'da ekonomiler aynı anda yavaşlamaya başlamışlardır. Bunun en önemli nedeni, dev ekonomilerin çok hassas durumda olmasının yanısıra yaklaşan Irak savaşından dolayı Batılı yatırımcıların elinde hisse senedi tutmak istememesidir. Piyasalarda genel bir belirsizlik havası hakimdir. 2001'de başlayan duraklama döneminin ne zaman biteceği, ABD ekonomisinin can damarı olan tüketici harcamalarının ne zaman canlanacağı bilinmemektedir. İş dünyası önünü göremediği için büyük yatırımlarını, bireyler de büyük alımlarını ertelemektedir. Bunun sonucunda da ekonomilerin canlanması gecikmektedir. Böyle bir ortamda gelişmekte olan piyasaların "finansal sınırsız serbest pazarlar" ve "yüksek getiri" sunmaları, paranın gelişmiş ülkelere kaçışını hızlandırmıştır.

Gelişmiş piyasalar, piyasa değerleri ve işlem hacmi açısından 1980'lerdeki performanslarından uzaktırlar (bkz.Şekil-17 ve Şekil-21). 1980'lerde ortalama %98'lerde seyreden piyasa değeri ve işlem hacmi payı, 2000 yılında %91'lere kadar düşmüştür. Pek çok araştırmacı, gelişmiş ülkelerin ekonomilerinin yavaşlamalarının bu şekilde devam etmesi halinde 20 yıl içerisinde piyasa değeri ve işlem hacmi paylarının %80'lere kadar düşeceğini ileri sürmektedir.

2000 yılı verilerine göre gelişmiş piyasaların toplam piyasa değerleri 29,5 trilyon USD'dir. Şekil-26'da görüldüğü gibi bu değerlerin hemen hemen yarısını tek başına ABD sağlamaktadır. Japonya, İngiltere ve Almanya ABD'yi oldukça geriden takip etmektedir. ABD'nin piyasa değerini büyük ölçüde NYSE ve NASDAQ piyasaları üstlenmektedir. Avrupa Birliği'nde ise piyasa değerinde ilk sırada Londra borsasının olduğu görülmektedir. Şekil-27 ise gelişmiş piyasaların 2001 yılı işlem hacimlerini göstermektedir. ABD'de gerçekleştirilen işlem hacmi, dünya işlem hacminin %30'unu oluşturmaktadır. Piyasa değeri açısından ilk iki sırada yer alan NASDAQ ve NYSE, dünyanın en çok işlem gerçekleştirilen borsalarıdır. Bu borsaları Londra borsası takip etmektedir.



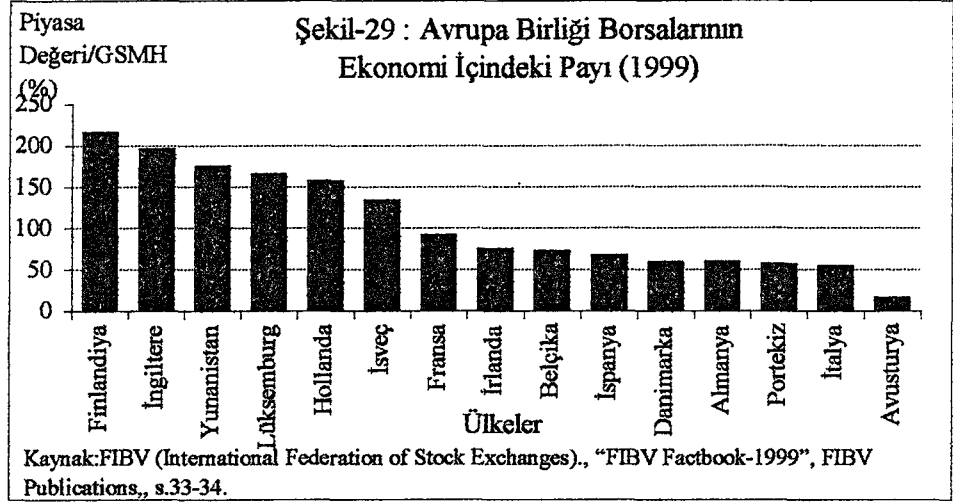
Şekil-28, gelişmiş piyasaların ortalama şirket büyüklüklerini ve borsaya kote şirket sayılarını göstermektedir. İngiltere, Fransa ve Almanya dışında AB ülkelerindeki borsaya kote şirket sayıları 100-250 arasında değişmektedir. Şirket büyüklüklerine göre yapılan değerlendirmede ise İsviçre ve Hollanda öne çıkmaktadır. Bunun yanı sıra İtalya'da büyük ölçekli kamu şirketlerinin halka açılmak suretiyle özelleştirilmeleri, Finlandiya'da global krizin ardından özellikle elektronik ve telekomünikasyon sektörünün hisse senetlerindeki fiyatların yükselmesi nedeniyle bu ülkelerin ortalama şirket büyüklükleri büyük artış göstermiştir.



5.1. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI

Avrupa Birliğine üye ülkelerin herbiri bağımsız sermaye piyasalarına sahiptir. 1996 yılında yürürlüğe giren Yatırım Hizmetleri Yönergesi ile AB sermaye piyasalarının bütünleşmesi sağlanmıştır. Böylece borsaların elektronik ekran sistemleri ile birbirine bağlandığı ve tüm Avrupa borsalarının içinde yer alabileceği bir bütünleşmiş sistem (BABS-Borsalar Arası Bilgi İşlem Sistemi) kurulmuştur. Bu sistem ile birlikte üye ülkedeki bir aracı kurum ve yatırımcı, bir başka ülkenin borsasında alım-satım yapabilecek veya aracı kurum diğer üye ülke

borsasında faaliyet gösterebilecek, şirketler de diğer üye ülkelerde menkul kıymet ihraç edebilecektir.



Piyasaların teknik gelişimine gösterge olmak üzere piyasa karakteristikleri incelendiğinde, piyasa değerinin GSMH'ye oranının yüksek olduğu ülkelerin ekonomik açıdan da gelişmiş olduğu belirlenmektedir. AB içinde en gelişmiş borsaya sahip olan İngiltere'de ise bu oran %195 seviyesindedir (bkz.Şekil-29). GSMH'nin üzerinde piyasa değerine sahip diğer borsalar Finlandiya, Yunanistan, Lüksemburg, Hollanda ve İsveç'tir. Türkiye'de ise bu oran sadece %32'dir.

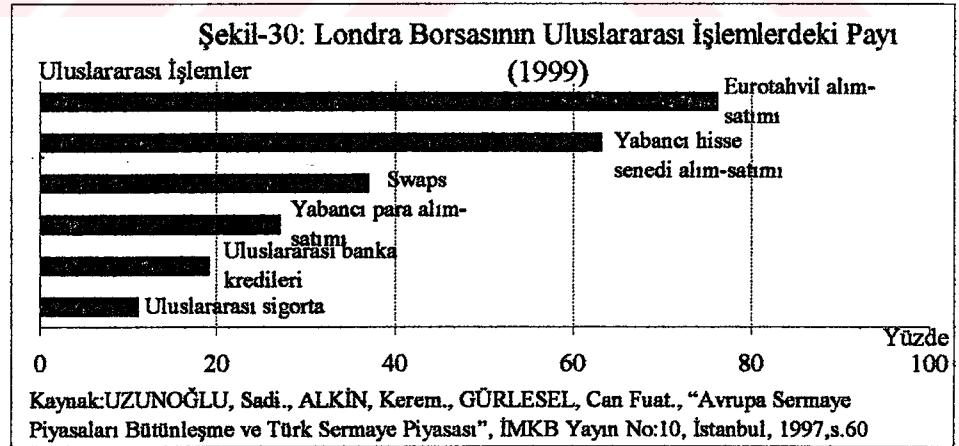
Üye ülkelerin sermaye piyasaları, dolaylı yabancı sermaye yatırımlarını kendi ülkelerine çekebilmek için çeşitli stratejiler izlemekte ve yeni düzenlemelere gitmektedir. Bunlar önem sırasına göre şöyle sıralanabilir:

- Birlik normlarına süratle uyum sağlanması.
- Mevcut kotasyon ve alım-satım sistemlerinin iyileştirilmesi ve gerektiğinde yeni sistemlere geçilmesi.
- Borsaların Avrupa pazarı ve uluslararası piyasalarda sahip olduğu imajın iyileştirilmesi.
- Takas ve saklama sistemlerinin iyileştirilmesi.
- Türev piyasalar borsalarının kurulması ve geliştirilmesi.

- Sınır ötesi işlemlere imkan tanımak amacıyla diğer piyasalarla anlaşmalar yapılması.
- Borsaları daha çekici kılmaya yönelik düzenlemeler için kamu otoritelerine baskı yapılması.
- Menkul kıymetlerin kotasyona alınmasında maliyetlerin düşürülmesi.
- Piyasalar ile ilgili bilgi sistemlerinin iyileştirilmesi.
- Daha çok şirketin menkul kıymet ihracına yöneltilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması.

❖ İngiltere Sermaye Piyasası:

Londra borsası, her yönü ile son derece gelişmiş bir borsadır ve uluslararası alanda New York ve Tokyo ile birlikte en önemli üç merkezden biridir. Birlik ortak normlarına kıyasla çok daha liberal, rekabetçi ve uluslararası bir yapıdadır. Bu nedenle europiyasaların merkezi konumundadır. Sahip olduğu SEAQ sistemi ile tamamen uluslararası şirketlerin kayıtlı olduğu, uluslararası yatırımcılara açık bir piyasa yapısına sahiptir. Avrupa borsalarında yapılan toplam sınır ötesi işlemlerin %90'ı SEAQ'da gerçekleşmektedir. Avrupa'nın her ülkesinden finansal kurumlar SEAQ'ın üyesi olarak işlem yapabilmektedir.



Londra borsası, dünya çapındaki uluslararası finansal işlemlerdeki payı ile Avrupa'da birleşme ve bütünleşmeyi bünyesinde sağlamaktadır. Londra'yı

Avrupa ülkelerinde Frankfurt ve Paris borsaları zorlama potansiyeline sahip görülmektedir. Bu borsalar yoğun şekilde yenilikler ve reformlar gerçekleştirerek Londra borsası ile rekabet edebilme amacındadırlar.

❖ *Almanya Sermaye Piyasası:*

Frankfurt, Avrupa Merkez Bankası'nın bu şehirde olması nedeniyle AB'nin parasal yönetim merkezidir. Bu avantajı dolayısıyla Frankfurt borsası Avrupa'da Londra borsasının en ciddi rakibidir. Birlik içerisinde etkin rekabet politikası izleyen piyasaların başında gelmektedir.

❖ *Fransa Sermaye Piyasası:*

Paris borsası, AB'nin en önemli 3.borsasıdır. Ancak gelişmiş bir borsa olmasına karşın önemli sorunlarla karşılaşmaktadır. Bunların başında kamunun önemli sanayi şirketlerini elinde tutması gelmektedir. Yoğun bir özelleştirme programı uygulanmaktadır. Özelleştirme, dolaylı yabancı sermaye yatırımları bir ölçüde çekmeyi başarmıştır. Ancak borsada yeterince hisse senedi ve yatırımcı bulunmamaktadır. Borsada özellikle kurumsal yatırımcıların eksikliği hissedilmekte ve bunun sonucu olarak likidite yetersizliği yaşanmaktadır.

❖ *İtalya Sermaye Piyasası:*

İtalya'da da, Fransa'da olduğu gibi kamu kesiminin ekonomideki ağırlığı fazladır. Piyasada hisse senedi ihraçlarının artması, derinlik ve likiditenin sağlanması özelleştirme ile gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır. Diğer taraftan menkul kıymetlere ve hisse senetlerine talep yaratılması konusunda küçük yatırımcılara önem verilmektedir. Bu amaçla hisse senedi getirileri üzerinden vergiler düşürülmüş, küçük yatırımcıları koruyan yeni düzenlemeler getirilmiştir. Buna bağlı olarak Birlik içinde işlem hacmi en hızlı artış gösteren borsa Milano borsası olmuştur.

❖ *İspanya Sermaye Piyasası:*

Madrid borsasında yabancı yatırımcılar oldukça etkili olmaktadır. Bu bir açıdan olumlu iken, gelişmenin büyük ölçüde yabancı sermayeye bağlı kılınması olumsuz bir etken olmaktadır. Yabancıların işlem hacmi içindeki payı %50'ye yaklaşmıştır. Ekonomideki hızlı büyüme dolaylı yabancı sermaye yatırımlarını cezbetmektedir. Buna karşın sabit getirili menkul kıymet pazarları (tahvil, finansman bonusu vb.) etkin şekilde çalışmamaktadır. Bu menkul kıymetlerle ilgili pazarların geliştirilmesiyle birlikte kurumsal yatırımcıların daha etkin piyasalara gireceği tahmin edilmektedir. Özelleştirme ile birlikte hisse senedi ihracı artırılmaya çalışılmaktadır. Ancak sanayide önemli kurumlar halen kamunun elindedir ve özel şirketler de kapalı ortaklık yapılarını sürdürmeyi tercih etmektedirler. Bu nedenle hisse senedi piyasası istenilen seviyeye henüz ulaşamamıştır. Barcelona'da kurulu bulunan MEFF vadeli işlem piyasası işlem hacmi açısından Avrupa'nın 4. büyük vadeli işlem piyasasıdır.²⁹

❖ *İsveç Sermaye Piyasası:*

Piyasanın üçte birinin yabancıların elinde olduğu İsveç Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin büyük bir bölümü ABD ve İngiltere'deki yatırımcıların elindedir. İsveç'te hisse senedi mülkiyetinin yapısına bakıldığında, kurumsal yatırımcıların %85 gibi belirgin bir paya sahip olduğu görülmektedir. Vergi teşvikleri dolayısıyla, çok sayıda insan hisse senetleri piyasasına yatırım yapma eğilimindedir. 11 milyon nüfuslu bir ülkede, hisse senedine yatırım yapan kişi sayısı 4,5 milyondur. Bunda en büyük etken yabancı yatırımcıların Borsa'ya gelmesiyle birlikte piyasanın hareketlenmesidir. Yabancı yatırımcıların İsveç'i tercih etmesine neden olan faktörler ise; uluslararasılaşma, sermaye piyasalarındaki kısıtlayıcı düzenlemelerin kaldırılması, bilgilendirme ve iletişimde modern teknolojilerin yoğun olarak kullanılmasıdır.³⁰

²⁹ UZUNOĞLU, ALKİN, GÜRLESEL, a.g.e., s.84-85.

³⁰ RYDEN, Bengt., "Borsaların Özelleştirilmesi: Stockholm Borsası Deneyimleri", İMKB Dergisi, Sayı:3, Temmuz/Eylül 1997, İstanbul, s.5-22.

❖ *Lüksemburg Sermaye Piyasası:*

Lüksemburg borsası, Birlik içinde son derece özellikli bir borsadır. Birlik içinde vergi ve benzeri sağladığı avantajları ile bir off-shore piyasa şeklinde çalışmaktadır. Büyük ölçüde yabancı ve uluslararası menkul kıymetler ihraç edilmekte ve işlem görmektedir. Ancak Birliğin ortak normları ve vergi düzenlemelerinde de uyumlaştırmaya gitmesi durumunda yabancı menkul kıymetler için sahip olduğu avantajlar yitirilebilecektir.

5.1.1. Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Yasal Çerçevesi

AB sermaye piyasasını düzenleyen hukuki mevzuat iki ana bölümden oluşmaktadır. Bunlardan ilki, menkul kıymetlere ilişkin işlemleri kapsayan ve üye ülkelere uyulması konusunda zorunluluk getiren *Konsey Direktifleri*dir. Diğeri ise Avrupa Konseyinin *Menkul Kıymetlere İlişkin Davranış Yasası*'dir.

Davranış Yasası zorlayıcı bir yasa olmamakla birlikte, piyasaların düzenlenmesine yönelik genel ilkeleri belirlemektedir. Bu ilkelerin en önemli özelliği piyasalarda açıklık ve şeffaflık ile Avrupalı her yatırımcıya her ülke piyasasında eşit yatırım hakkı tanınması ve bilgi ulaştırılmasıdır.

Konsey Direktifleri ise, başta sermaye piyasası yatırım hizmetleri olmak üzere, Menkul Kıymet Kollektif Yatırım Kuruluşlarının kuruluş ve faaliyetleri, menkul kıymetlerin halka açılma ve borsa kotasyon şartlarının belirlenmesi, "içeriden öğrenenlerin ticareti"nin düzenlenmesi, ara dönem raporlarının yayınlanması ve yatırımcının korunması ile ilgili düzenlemelerdir.

5.1.1.1. Davranış Yasası ve Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulanmasına önem veren Avrupa Komisyonu, menkul kıymetlere ilişkin eksiksiz bilgiye sahip olunması gerektiğini vurgulamaktadır. Değişik finans piyasalarını düzenleyen ortak kuralların

bilinmemesi veya yanlış anlaşılması, dış yatırımcıların tercihlerini sadece kendi ülkelerinde veya çok tanınan gelişmiş birkaç uluslararası piyasa lehine yapmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla piyasalar arasındaki farklılıkların giderilerek, yaklaşma yönünde ortak kural ve esasların uygulanması ile tasarruf sahipleri daha etkin korunabilecek ve sermaye piyasalarının entegrasyonuna ilişkin temel gereklilikler de sağlanmış olacaktır.

Tavsiye niteliğini taşıyan Davranış Yasası'na göre; yatırımcılara açıklanacak bilgiler eksiksiz, doğru, kesin ve ayrıntılı olmalıdır. Bilgilerin açıklanmasında kurallara uygun hareket edilmeli ve hiçkimseye ayrıcalık tanınmamalıdır. Bir şirketin benzer türdeki hisselerinin hamili olan tüm ortaklarına eşit davranılmalıdır. Piyasada işlem gören şirketin fiziki veya hukuki kontrolünü ele geçirmeye imkan veren hisselerin devrine ilişkin işlemlerde de tüm hisse sahiplerine eşit muamele yapılmalıdır.³¹

5.1.1.2. Kotasyon Kriter ve Esasları

Avrupa Birliği tarafından çıkarılan direktiflerde, herhangi bir üye ülkenin borsalarında işlem gören veya borsaya girme sürecinde olan menkul kıymetlerin, diğer bir üye ülkenin yerleşik kişileri tarafından da serbestçe alınıp satılabilecekleri ifade edilmektedir. Menkul kıymetlerin ulusal veya yabancı ayrımı, menkul kıymetleri ihraç edenin işyerinin bulunduğu ülke esasına göre belirlenmektedir. Örneğin herhangi bir menkulün İngiltere'de ihraç edildiği varsayıldığında, eğer menkul kıymet ihracında bulunan kişinin asıl iş merkezi Almanya sınırları içerisinde ise, İngiltere'de ihraç edilen menkul kıymet, Almanya'nın ulusal menkul kıymeti olarak işlem görecektir. Buna göre, AB'ye üye herhangi bir ülkenin borsasında kote edilen bir menkul kıymetin, diğer üye ülkelerdeki borsalarda işlem görebilmesi için ilgili ülkelerin piyasalarında yeniden kote edilmesi gerekmeyecektir.

³¹ KÜÇÜKSÖZEN, Cemal., Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPK Yayın No: 131, Ankara, 1999, s.54.

Birliğe üye ülkelerle üçüncü ülkeler arasında yapılan sermaye hareketleri işlemlerinde; “karşılıklılık ilkesi” ve “eşit muamele esası” çerçevesinde serbesti tanınması öngörülmektedir. Ancak üye ülkeler, üçüncü ülkelere karşı ekonomik birliği ve para birliğini ciddi olarak tehdit edecek veya zor durumda kalmasına sebep olacak bir tehlikeyle karşılaşarlarsa bu ülkelere karşı koruyucu önlemler alabilecekler ve bu kısıtlayıcı tedbirleri en fazla altı ayı geçmeyecek şekilde şekillendireceklerdir.

5.1.1.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Avrupa sermaye piyasalarında içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin ilk hukuki düzenlemeler, 1989 yılında *İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Düzenlemelerinde Koordinasyon adlı Konsey Direktifi* ile 20 Nisan 1989 tarihinde imzalanan “*İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Üzerine Avrupa Konvansiyonu*”na dayanmaktadır. Direktifin tanımına göre içerideki bilgi, ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin ve kamuya henüz açıklanmamış bir bilgidir. Henüz kamuya açıklanmayan özellikli bilgi, kamuya açıklanmasıyla birlikte ilgili menkul kıymetin piyasa fiyatını önemli ölçüde değiştirecek bir etki doğurabilmektedir. İçerideki bilginin kullanımı, fiyattaki yüksek oranlı değişimlerden fark edilebilecektir.

Direktif, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin cezai müeyyideler getirme hususunu, üye ülkelerin kendi iç hukuk düzenlemelerine bırakmıştır. Ancak üye ülkeler, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin cezai yaptırım uygulamalarında Direktif hükümlerindeki asgari şartlara uyacaklar ve daha ağır hükümler de getirebileceklerdir.

5.1.1.4. Yatırım Hizmetleri ve Yatırımcının Korunması

Avrupa Birliği’nde yabancı yatırımcıların yaptıkları işlemlere ilişkin herhangi bir kısıtlama tedbiri söz konusu değildir. Ancak yabancı yatırımcılar Birleşmiş Milletler’in veya ilgili AB ülkesinin Merkez Bankası’nın ambargo koyduğu bir ülkenin vatandaşlarıysa, bir kısıtlama söz konusu olabilmektedir.

Yabancı yatırımcılar her çeşit yatırım yapabilmekte; kâr, temettü ve faiz gelirlerini ülkelerine transfer edebilmektedirler. Gerekli görülen incelemeler sonrasında, vergi muafiyetinden de yararlanma imkanları bulunmaktadır. Bazı şirketler, yabancı yatırımcıların sahip olacakları hisse senedi oranına kısıtlama getirmektedir. Bu şirketlerin hisse senedini alan yabancı yatırımcılar, ikametgah ve uyruklarını bildirmek zorundadır.

Avrupa Birliği 1993 yılında yatırım firmaları ve kredi kuruluşları için sermaye yeterliliği ve menkul kıymet yatırım hizmetleri üzerine iki direktifi kabul etmiştir. Direktifler, finansal hizmetlerde iç pazarın oluşturulmasında kuruluş serbestisi ve yatırımcıların korunmasına yönelik hizmetlerin serbest olarak sunumu gibi önemli konuları ele almaktadır. Amaç, menkul kıymetler alanında Avrupa sermaye piyasalarının entegrasyonunu hızlandırmaktır. Banka olmayan diğer finansal kurumlara Avrupa çapında, emir toplama ve gerçekleştirme, dealing işlemleri, portföy yönetimi vb. faaliyetlerde bulunma imkanı getirilmiştir.

1996 yılı Ocak ayından itibaren yürürlüğe giren Yatırım Hizmetleri Direktifi ile; yatırım firmalarının denetiminde, orjin ülke yetkili makamları sorumlu bırakılmıştır. Ancak idari kuralların uygulanması ve bunlara sağlanan uyumun incelenmesinde yetkili otoriteler, kuralların uygulanmasında kamu yararını dikkate alacaktır. Diğer bir üye devlette yetkili yatırım firması, orjin ülkedeki iletişim araçlarını kullanarak reklam yapabilecektir. Üye ülkeler, diğer üye ülkelerin yetkili yatırım firmalarına kendi ülkelerinde şube açarak veya diğer yollarla hizmette bulunmalarına izin vermelidir.³²

5.1.1.5. Avrupa Şirketi ve Muhasebe Standartları

Avrupa sermaye piyasalarının entegrasyonunda şirketler hukuku konusunda asgari normlarda eşgüdümün sağlanması temel gereklilikler arasındadır. Şirketler hukuku ile sermaye piyasası konularının birbiri içine geçmiş olması dolayısıyla bu

³² TEZCANLI, Meral Varış., KÜÇÜKÇOLAK, Ali., ERDOĞAN, Oral., ÖZER, Levent., "AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi", İMKB Dergisi, Sayı: 14, Nisan/Mayıs/Haziran 2000, İstanbul, s. 118.

alandaki yapılan düzenlemeler, sermaye piyasası düzenlemeleriyle paralellik oluşturmaktadır. Avrupa şirketi modeli ile Birlik içerisinde Avrupa tipi anonim şirket kurulması öngörülmektedir.

Avrupa Birliği'nde muhasebe standartlarına uyum ihtiyacı üye ülkelerde varolan farklılıkların azaltılması, hukuki sistemlerin yol açtığı değişik muhasebe uygulamalarının yaratacağı karmaşıklığa son verilmesi ve özellikle de çifte vergilendirmenin getireceği negatif etkilerin giderilmesine dayanır. Muhasebe belirli bir hukuk düzeni içerisinde çalıştığından, üye ülkelerin genel hukuk düzenleri içerisinde bu alanda uyumlaşmaya gidilmesi ayrı bir önem ifade etmektedir.

5.1.1.6. Kollektif Yatırım Şirketleri

Menkul kıymet portföyü işleten kollektif yatırım şirketlerine ilişkin kanun, yönetmelik ve idari düzenlemelerin koordine edilmesi ve farklı uygulamaların uyumlaştırılması amacıyla bir direktif çıkarılmıştır. Bu direktif, şirketlerin kuruluş, çalışma ve kamuoyunu aydınlatma esaslarını içermektedir. Amaç, yatırım ortaklığı ve/veya yatırım fonları sahibi olan yatırımcıları korumaya yönelik işleyiş esaslarını düzenlemek ve üye ülkeler arasındaki farklılıkları gidermektir. Buna göre herhangi bir üye ülkede onaylanan katılma belgeleri, diğer üye ülkelerde de yatırımcılara kolayca satılabilecektir.

5.1.1.7. Vergilendirme

Üye ülkelerde vergi uygulamalarında yaşanan temel sorun çifte vergilendirme yükünün oluşmasıdır. Özellikle sermaye piyasası alanında üye ülkelerin menkul kıymet işlemlerindeki farklı vergi uygulamaları, uluslararası portföy yatırımlarında düşük vergi oranı uygulayan ülkelere rekabet avantajı sağlamaktadır. AB'de sermaye piyasalarında vergilendirmeye ilişkin temel yaklaşım, üye ülke vatandaşlarında uyrukluk, yerleşim yeri ve yatırım yeri kriterleri çerçevesinde herhangi bir ayrımcılık yapılmamasıdır.

Avrupa sermaye piyasalarında temelde iki çeşit vergi (stopaj usulüyle tahsil edilen gelir vergisi ve damga vergisi) uygulanmaktadır. AB’de yerleşik kişilerin finansal yatırımlardan elde ettiği faiz ve temettü gelirlerinden minimum %15 gelir vergisi alınmasının uygunluğu kabul edilmektedir. Diğer taraftan sermaye şirketlerinin kuruluş sermayesi ile sermaye artırımlarından alınan damga vergisinin %2’den fazla ve %1’den az olmaması öngörülmektedir³³. Ancak üye ülke uygulamalarında kabul edilen oranın ülkeden ülkeye farklılık göstermesi, hatta Lüksemburg ve İsviçre gibi ülkelerin söz konusu gelirlerden vergi almaması öngörülen uyumu güçleştirmektedir.

5.1.1.8. Takas ve Saklama

Finansal yatırımlarda başta ülke ve piyasa riski olmak üzere çeşitli risk ve maliyetlerin minimum düzeye indirgenmesinde takas ve saklama hizmetleri işlevsel bir nitelik oluşturur. AB, üye ülkeler arasındaki zaman farklılığını dikkate alarak, menkul kıymet piyasalarındaki işlemlerin takas süreleri için T+3’ü yani işlem gününden üç gün sonrası esas almaktadır. Üye ülkeler arasındaki takas sürelerindeki farklılıkların giderilmesi ve ortak standart bir sürenin saptanıp sürekli takas sisteminin realize edilmesi kabul edilmiştir.

5.1.2. Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler

5.1.2.1. Piyasaların Organizasyonu

1980’lerde hızlanan ve yaygınlaşan işlem sistemlerinin modernizasyonu süreci son yıllarda birçok AB ülkesinde de devam etmektedir. Hollanda’da devlet tahvilleri işlemleri sisteminin yenilenmesinin ardından, 1994’de hisse senetleri ve özel sektör tahvilleri işlemleri için yeni bir sistem kurulmuştur. Yeni sistemde toptan ve normal satışlar ayrılmıştır. Ancak fiyatlar arasında normal satışların rekabetini ortadan kaldırmayacak bir bağlantı kurulmuştur. Amsterdam’daki Avrupa Opsiyon Borsasına (*European Options Exchange; EOE*) SWITCH (*System*

³³ y.a.g.e., s.122.

Which Incorporates Trading Choices-İşlem Seçeneklerini Kapsayan Sistem) olarak tanımlanan yeni bir işlem sistemi getirilmesi planları yapılmaktadır. Bu sistemin uygulanması EOE'deki işlemlerin hem borsadan hem de elektronik sistem aracılığıyla bağlanarak dışarıdan yapılmasını sağlayacaktır. Verilen emrin miktarına göre işlem ya borsa salonundan ya da elektronik olarak bağlanarak veya her iki yöntem de kullanılarak gerçekleştirilecektir. Ayrıca kamuya ait menkul kıymetlerin elektronik sistemle işlem gördüğü ATM pazarı kurulmuştur. Bu gelişmelerle Amsterdam Borsası'nın işlem hacminin ve uluslararasılaşma düzeyinin artırılması hedeflenmiştir.

İsviçre'de Hisse Senetleri Elektronik Borsası (*Electronic Stock Exchange-ESE*) takas sistemine bağlanmıştır. Bu bağlantı ile bütün tahvil, hisse senedi ve türev araçlara ilişkin fiyat oluşumları, alım-satımlar, eşleşen emirler, takas işlemleri ve bunlara ilişkin raporlar tamamen otomatik olarak oluşmaya başlamıştır.

Üye ülkelerin sermaye piyasalarının çalışma sistemlerinde, vergi uygulamalarında, kurtaj ve komisyon oranlarında, fiyatlandırma ve takas-saklama sistemlerinde bazı farklılıklar vardır. Bu nedenle birleşme ve bütünleşmenin tüm piyasalar arasında gerçekleşmesi yerine, belirli merkezlerle birleşme ve bütünleşme eğilimi görülmektedir. *Euronext* ve *LX* sermaye piyasaları ile ilk defa farklı ülkelerden borsaların biraraya gelip birleşme kararı almaları, birleşme sürecinin ilk örneklerini oluşturmaktadır. Amsterdam, Brüksel ve Paris borsaları "*Euronext*" adı ile birleşmişlerdir. Londra ve Frankfurt borsalarının da "*LX*" adı ile birleşme çalışmaları devam etmektedir.

Bir başka önemli gelişme de yasal borsalar ve özel işlem sistemleri arasındaki uluslararası bağlantıların genişlemesidir. Bu teknik bağlantılar elektronik kotasyon sistemleri ve işlemlerin ihraç edilmesi gibi farklı şekillerde olmaktadır. Kuzey ülkelerinde Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç borsalarında *Nordquote* adı verilen yeni bir işlem sistemi kullanılmaya başlanmıştır. Bu sistem, kuzey ülkelerinin hisse senetlerinden en likit olanlar ile

ilgili alış ve satış fiyatları dahil olmak üzere geniş bilgi sunmaktadır. Başka bir örnek de 1993 yılında Amsterdam Borsası ile Londra Borsası arasında kurulan bağlantıdır. Bunlar gibi Almanya ve Fransa arasında da bağlantı sağlanmış ve Fransa'ya yerleştirilen ekranlar aracılığı ile Fransız yatırımcılar Almanya'daki belirli hisse senetlerine ulaşabilmişlerdir. Aynı durum Alman yatırımcılar için de geçerlidir. Mevcut durum itibarıyla bağlantı sadece işlem bazında gerçekleştirilmekte, takas işlemleri yapılmamaktadır. Ancak ortak çalışmayı güçlendirecek girişimlerde de bulunmaktadır.

AB içinde borsalararası bağlantılar ile tüm borsalarda alım-satım yapılması imkanı sağlanırken, bu imkanın değerlendirilmesi ve borsaların daha geniş sınırları yatırımları cezbetmesi borsalar arasında çok iyi bir bilgi iletişim ağının kurulması ve bilgi akımının sağlanması ile gerçekleşecektir. Birlik içinde bu konuda borsalar arası elektronik düzen ile borsalar arası bilgi iletişim sisteminin (*IDIS-Interbourse Data Information System*) kurulması hedeflenmektedir. Yine bütünlük ve birleşmenin etkinliğini arttırmak için tüm üye ülke borsaları ve şirketleri hakkında bilgi dağıtımını tüm topluluk ve topluluk dışı yatırımcılara ulaştırmak için *PIPE (Price and Information Project for Europe) Sistemi* kurulmaktadır. Bu sistem ile fiyat ve diğer tüm bilgilerin mevcut ekran ve bilgisayar sistemi içinde aktarılması hedeflenmektedir.³⁴

5.1.2.2. Piyasaya Giriş

Fonksiyonların sınırlandırılmasının düşürülerek ve piyasaya girişin kolaylaştırılarak bu sayede rekabetin artırılması ve bunun da daha etkin piyasalar oluşmasına yol açacağı düşünülmektedir.

Son yıllarda yabancı kuruluşlara daha olumlu bakılması ve ülkeler arası işlem yapma imkanlarının artması gibi piyasaya giriş ile ilgili önemli gelişmeler

³⁴ UZUNOĞLU, ALKİN, GÜRLESEL, a.g.e., s.104.

olmuştur. Birçok ülkede olduğu gibi AB ülkelerinde de yabancı yatırımcıların piyasaya girişini kolaylaştıran mevzuat değişiklikleri yapılmıştır.

Finans kuruluşlarının piyasaya girişi hususunda yakın zamanda yapılan mevzuat değişikliklerinin en önemlilerinden biri AB'nin uygulamaya koyduğu *Yatırım Hizmetleri Yönetmeliği (Investment Services Directory)* ve *Sermaye Yeterliliği Yönetmeliği*'dir (*Capital Adequacy Directory*). Yatırım Hizmetleri Yönetmeliği ve Bankacılık Yönetmeliği ile bankalara tanınan kuruluş hakkı ve hizmet sağlama serbestisi genişletilmiştir. Birçok ülke mevzuatı için bu önemli bir değişikliktir. Anılan hükümler banka ve aracı kuruluşlara, başka bir izne gerek olmadan ülkelerinden aldıkları yetkiye bağlı olarak Birlikteki her ülkede yatırım yapma olanağı tanımaktadır. Tüm üye ülkelerdeki yasal borsalar, diğer ülkelerin yetkili banka ve aracı kuruluşlarının üyeliğini kabul etmek zorundadırlar.

Piyasaya giriş için Stockholm Borsası'ndaki "yabancı üyelik" kavramı iyi bir örnektir. Yabancı üyeler, yurtdışındaki herhangi bir yerden, otomatik işlem sistemine doğrudan erişebilen yabancı aracı kurumlardır. Avrupa'da Stockholm Borsası gibi yabancı üyesi fazla olan bir başka borsa yoktur. Yabancı yatırımcılar, bu sayede Stockholm'de ofis açma zorunluluğuna katlanmaksızın, yatırım işlemlerini gerçekleştirebilmektedirler. Yabancı üyelik politikası, aracı kurumlar arasındaki rekabeti artırmaktadır. Aracı kurumlar arasındaki rekabetin artması da yatırımcıdan alınan komisyon oranlarını önemli derecede aşağıya çekmiştir.

Yakın gelecekte Borsalar, tanınmış uluslararası yatırım bankalarını yabancı veya yerli üye olarak alma yönünde yoğun bir rekabete gireceklerdir. Bugün de Salomon Brothers, Lehman Brothers, J.P Morgan, Moores vb. şirketler Stockholm Borsası'nın üyesi statüsüyle kolaylıkla işlem yapabilmektedir.

5.1.2.3. Uyumlulaştırma, Ortak Çalışma ve Uygulama

Piyasaların uluslararası nitelik kazanması aracı kuruluşların, düzenlemeleri daha esnek olan ülkeye kayarak "mevzuat arbitrajı" yapmalarına imkan

tanımlanmaktadır. Mevzuat arbitrajının önlenmesi ülke düzenlemelerinin ideal anlamda uyumlaştırılması veya pratikte birbirlerine yakınlaştırılması ile engellenebilir. Bu açıdan AB’de tek bir finansal piyasa oluşturulması asıl amaçtır.

Sermaye piyasalarının uluslararası nitelik kazanması, ülkelerarası manipülasyon gibi hileli ve dürüst olmayan faaliyetlere de yeni imkanlar yaratmıştır. Bu gelişme, gözetim faaliyetlerinin de diğer ülkelerle ortaklaşa yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Son yıllar AB ülkelerinin menkul kıymet düzenleyicilerinin ortak çalışma ve bilgi değişimi üzerine yaptıkları anlaşmalara tanık olmuştur.

1994’de ABD’den *SEC ve Mala Dayalı Vadeli İşlemler Ticareti Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission-CFTC)* ile İngiltere’den *Menkul Kıymetler ve Yatırım Kurulu*, türev araçların tezgahüstü piyasasının gözetimi üzerine bir anlaşmaya varmışlardır. Anlaşmanın önemli yanı, bir şirketin sermayesinin belli bir sınırın altına düşmesi gibi bir tehlike sinyali alındığında veya bilgiye ihtiyaç olduğunda, düzenleyicilerin aracı kuruluşlar hakkında finansal ve operasyonel bilgilerini paylaşmalarıdır. Düzenleyiciler, piyasanın iyileştirilmesi için sermaye standartları, türev araç şirketlerinde etkin yönetim kontrolü sağlanması ve muhasebe standartları gibi hususlarda yasal düzenlemelerin değiştirilmesi konusunda anlaşmışlardır. Aynı zamanda bir tezgahüstü piyasası takas sistemi üzerinde de çalışılmaktadır.

5.2. ABD SERMAYE PİYASASI

5.2.1. ABD Sermaye Piyasasının Organizasyonu

ABD sermaye piyasası, altyapısı, kurumları ve büyüklüğü bakımından dünyanın önde gelen sermaye piyasaları arasındadır. Menkul kıymet ihraçlarında kayda alma sisteminin uygulandığı ABD’de, *Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (Securities and Exchange Commission – SEC)*, yasal bir otorite olarak sermaye piyasasının işleyişini denetlemekte, menkul kıymet ihraçlarını

düzenlemekte, federal yasaların yürütülmesini sağlamakta ve tüm menkul kıymet piyasalarını, aracı kuruluşları ve diğer kurumları koordine etmektedir. SEC, yabancı şirketlerin ABD piyasasına girerek uluslararası hale gelmeleri için politikalar da geliştirmektedir. SEC, yabancı şirketler için yurtiçi şirketlerden daha basit ve kolay kamuyu aydınlatma ve kayıt şekilleri geliştirmiştir.

ABD'de menkul kıymetler halka arz yoluyla satılıyorsa SEC'e kayıt edilmek zorundadırlar. Ayrıca bir borsada işlem görme sözkonusu ise, ihraççı kuruluş raporlama şartlarına tabi olmaktadır.

ABD menkul kıymetler pazarını ulusal borsalar (*National Exchanges*) ve diğer teşkilatlanmış piyasalar oluşturur. Ulusal borsalar, kotasyon şartları ve işleyiş mekanizmaları birbirinden farklı olmakla beraber ülke düzeyinde yerli ve yabancı menkul kıymetlerin işlem gördüğü *New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE)*, *Amerikan Menkul Kıymetler Borsası (AMEX)* gibi borsalardır. Diğer teşkilatlanmış piyasalar ise, bağımsız meslek kuruluşları (*inter-dealer system*) tarafından kurulup işletilen *NASDAQ* ve *Tezgah Üst Pazar (OTC-Over The Counter)* gibi organize piyasalardır.

Son yıllarda ayrıca bankalar ve aracı kuruluşlarınkiler de dahil olmak üzere özel işlem sistemleri (*Proprietary Trading Systems-PTS*) gelişmiştir. Bu özel sistemler kayıtlı ve yasal olarak tanınmış olmamalarına rağmen otomatik işlem sistemleri olarak kabul edilmektedirler. Bu sistemlerin tam sayısı bilinmemekte ancak dünya çapında 50-70 civarında oldukları tahmin edilmektedir. Bu sistemlerin çoğu ABD'de bulunmaktadır. Sistemlerin teknik ve fonksiyonel özellikleri birbirinden farklıdır. Bazıları piyasa hakkında bilgi sağlamakta, bazıları da piyasada işlem ve takas faaliyetlerinde bulunmaktadır.

5.2.2. ABD Sermaye Piyasasında Yabancı Yatırımcılar

Yabancı kuruluşlar ABD sermaye piyasalarına iki şekilde girebilirler:

- Halka arz yoluyla
- Tahsisli satış yoluyla

Halka arz yoluyla ABD sermaye piyasasından kaynak sağlamayı amaçlayan yabancı firmalar, aynı zamanda ulusal bir borsada veya NASDAQ'ta menkul kıymetlerinin işlem görmesini de amaçlarlar. Bu durumda SEC'in ayrıntılı kayıt ve raporlama kuralları ile birlikte ayrıca bir borsada işlem görme sözkonusu ise, periyodik raporlama şartları da geçerlidir.

Yabancı kuruluşlar tahsisli satış yoluyla ABD piyasalarına menkul kıymet ihraç etmek suretiyle, ayrıntılı kayıt ve raporlama standartlarına tabi olmadan, ucuz kaynak temin etme olanağına sahiptirler. Yabancı şirket, halka arzdan önce SEC'e kayıt başvurusunda bulunur. Yasal prosedür tamamlandıktan sonra, halka aracılık eden kuruluş önce tüm menkul kıymetleri kendi satın alır, sonra bunları ABD'li yatırımcılara tekrar satar.

ABD sermaye piyasasında 100 milyon USD'lik menkul kıymet portföyüne sahip olanlar veya yatırım yapanlar *Nitelikli Kurumsal Yatırımcı (Qualified Institutional Buyers- QIB)* olarak isimlendirilirler. Spesifik QIB'ler; sigorta şirketleri, yatırım şirketleri, memur emeklilik sandıkları gibi kurumsal yatırımcılardır. Belirli şartları taşımaları halinde bankalar ve diğer kuruluşlar da QIB statüsüne sahip olabilirler. QIB'ler çeşitli kayıt istisnalarına sahiptirler. Bu kayıt istisnaları ile tahsisli olarak satılmış menkul kıymetlere daha likit ve geniş bir pazar oluşturulmaya çalışılmaktadır. Aynı zamanda yabancı şirketlerin ABD dışında da satış yaparak daha yaygın bir arz gerçekleştirilmesi sağlanmaktadır.

NASD (National Association of Securities Dealers) tarafından, sadece QIB'ler arasında işlem görebilen menkul kıymetlerin alınıp satıldığı *PORTAL (Private Offerings Resale and Trading through Automated Linkages System)* pazarı kurulmuştur. PORTAL, organize olmuş bir tezgahüstü piyasadır ve kurallara bağlı çalışmaktadır. PORTAL'da tamamen otomatikleşmiş ekran bazında elektronik kotasyon, işlem ve takas sisteminde QIB'ler arasında menkul

kıymetler işlem görmektedir. “Tahsisli satış-QIB” sisteminin ihraççıya ve yatırımcılara sağladığı yararlar Tablo-5’de gösterilmiştir.

ABD, yabancı ihraççıların piyasaya girişlerini kolaylaştırmak için önemli aşamalar kaydetmiştir. Kamuyu aydınlatma zorunlulukları esnetilerek yabancı ihraççıların açıklama yapma yükleri azaltılmıştır. ABD ve Kanada arasındaki “Çokyetkili Kamuyu Aydınlatma Sistemi”nde (*Multijurisdictional Disclosure System*) her iki ülke, bazı ihraççıların ülkelerindeki standartlara göre açıklama yapmasını yeterli saymaktadır. Ancak bu durum belirli büyük ihraççılar ile sınırlıdır.³⁵

Tablo-5: Tahsisli Satış - QIB Sisteminin İhraççıya ve Yatırımcılara Sağladığı Yararlar

İhraççıya Yararları	Yatırımcılara Yararları
<ul style="list-style-type: none">* İhraç maliyetinin halka arza göre düşük olması.* Minimum kayıt ve raporlama işlemleri ile sermaye temini.* Uluslararası yatırımcılar sayesinde tanınırlığın artması.* Özel program olması nedeniyle ABD’de sermaye sağlanması yolunda yatırımcı talebinin yüksek olması.	<ul style="list-style-type: none">* Yabancı menkul kıymetlere sınırlı yatırım yapabilen yatırımcılara minimum elde tutma şartı altında yatırım yapma olanağı vermesi.* Uluslararası yatırım şansı vermesi.* QIB’ler arasında doğrudan alım satım yapabilme veya NASD’nin PORTAL Sisteminden yararlanarak yüksek pazar likiditesinden yararlanma.

Kaynak: VURGUN, a.g.e., s.23.

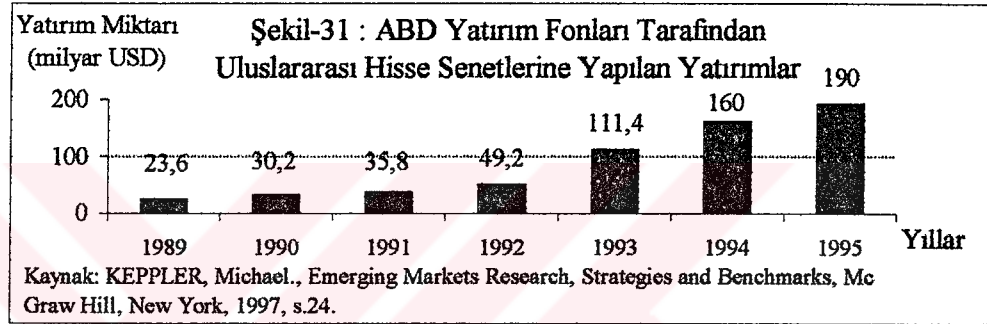
5.2.3. ABD’li Yatırımcıların Uluslararası Portföy Yatırımları

ABD sermaye piyasalarındaki hisse senedi hacmi, dünyadaki toplam hisse senedi hacminden yaklaşık %30 oranında pay almaktadır. %5-%6 civarında olan ABD dışı hisse senetlerine olan ilgi gün geçtikte artmaktadır. Şirketlerin

³⁵ VURGUN, a.g.e., s.11.

birbirlerini satın almaları ve şirket birleşmeleri nedeni ile, yurt içinde mevcut fırsatların her geçen gün azaldığının farkına varan Amerikalı yatırımcılar artık uluslararası portföylerin risk dağıtımında etkin bir fonksiyon üstlendiğine ikna olmuş durumdadırlar.

Şekil-31'den görüldüğü üzere ABD bazlı yatırım fonlarının uluslararası hisse senetlerine yaptıkları yatırım yıldan yıla büyük gelişmeler göstermektedir. 1989'da 23,6 milyar USD olan bu tutar 1995 yılında 190 milyar USD seviyesine kadar yükselmiştir.



Amerikalı yatırımcıların yabancı hisse senetlerine yatırım yapması için iki yol mevcuttur. Birincisi yabancı borsalardan doğrudan alım yapmak, diğeri ise depo sertifikası satın almaktır. Ancak bir çok Amerikalı kurumsal yatırımcı, portföy oluşturmalarında mevcut olan bir takım kısıtlamalar nedeni ile ABD dışı ülkelerde aktifleri kontrol edememektedir. Bu tip kurumsal yatırımcılar da ADR'leri tercih etmektedirler. Yabancı borsalara doğrudan yatırım, o ülke kurum, kanun ve hükümlerine tabi olunmasını zorunlu kılmaktadır. Ülkeler arasındaki zaman farklarının, olası para devalüasyon risklerinin veya iletişim güçlüklerinin, ABD'li yatırımcıların ADR'lere daha fazla rağbet etmelerine neden olduğu bir gerçektir. Amerikalı yatırımcılar için ADR'lerin en önemli özelliği ise tüm bu problemleri ortadan kaldırmasıdır.

ALTINCI BÖLÜM
TÜRK SERMAYE PİYASASI

6.1. TÜRK SERMAYE PİYASASININ DOĞUŞU VE GELİŞİMİ

6.1.1. Kurumsallaşma Öncesi Dönem (1923-1981)

Cumhuriyetin ilanından 1981 yılına kadar geçen süreçte, Türk sermaye piyasası hareketleri, organize olmamış ve kurumsallaşmadan yoksun bir ortamda gerçekleşmiştir. Bu nedenle bankacılık kesiminin oluşturduğu geniş kapsamlı para piyasası, sermaye piyasası işlemlerini de büyük ölçülerde yerine getirmiştir. Ancak para piyasasında örgütlenme ve kurumsallaşmanın üst düzeyde olmasına karşın sermaye piyasasında bunun olmaması, mali sistemde sağlıklı bir gelişmeyi de beraberinde getirmiştir. Böylece her iki piyasanın da dolduramadığı boşluklarda örgütlenmemiş ve illegal bir piyasa gelişme ortamı bulmuştur. Bu piyasa ihtisaslaşmış mali kurumların oluşmasını uzun süre engellemiştir.

1961 yılında devlet tarafından zorunlu tasarruf şeklinde uygulamaya konan tasarruf bonoları, sermaye piyasası düzenlenmemiş olduğundan, örgütlenmemiş para piyasasına canlılık getirmiş ve bu belgeler üzerine işlem yapan bankerler ilk kez bu dönemde ortaya çıkmıştır. Oysaki bu yıllarda para piyasasından sermaye piyasasına geçiş için uygun ekonomik ortam ve koşullar bulunmasına karşın, sermaye piyasasının organize yapıya kavuşturulması mümkün olmamıştır.

Daha sonraki yıllarda ekonomik kalkınmanın finansmanı, sermaye birikiminin ve özel sektörün teşviki ve yeni mali araçlarla tasarrufların toplanması, mali sistemde büyük ağırlığa ve etkinliğe sahip bankacılık sektörünü daha da güçlendirmiştir. Menkul kıymetler stokunda bankacılık sektörünün gelişmesine paralel olarak önemli artışlar olurken, likidasyon olanaklarının (organize olmuş bir piyasanın) bulunmayışı, sermaye piyasasının kurulması için en büyük engel olarak görülmüştür. Bu sorun, sorumlu kamu kuruluşları ile banka sistemi arasında sağlanan işbirliği ile çözümlenmeye çalışılmıştır. Oysaki

bankacılık sektörü, sermaye piyasasını rakip bir alan olarak değerlendirmiş, sermaye piyasası işlemlerini sadece hizmet etkinliklerini, mali sistemdeki konumlarını ve gelirlerini artırıcı bir alan olarak görmüştür.

1970'li yılların sonuna doğru, bankaların sanayi ve ticaret sermayesinin kontrolüne geçmesi, mevduat faiz oranının düşük tutulması, tasarruf sahiplerinin negatif faiz elde etmeleri, enflasyonist ortamda işletmelerin faiz elde etmek yerine borç kullanma isteklerinin artması ve hepsinden önemlisi bankalar dışında başka mali kurumların bulunmayışı gibi nedenlerle Türk mali sisteminde banker olayları yaşanmıştır. Sonuçta Türk mali sisteminin bütününe etkileyen bu krizin önemli bir sonucu, para ve sermaye piyasalarının düzenlenmesi gereği gibi bir sonuçla noktalanmış olmasıdır.

6.1.2. Kurumsallaşma Dönemi

Ne yazık ki, Türkiye'de sermaye piyasasının organize bir yapıya kavuşturulması, ekonomide doğal gelişimin bir sonucu olmamıştır. Yaşanan banker krizini önleme amacıyla yönelik olarak 1981 yılında 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır.

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

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

1990-1995 yılları arası ise, sermaye piyasalarının hem niteliksel hem de niceliksel büyük gelişmelerin yaşandığı, öğrenme ve alışma adımının yeni bir

sürece girdiği bir dönemdir. 1992 yılında 3794 sayılı kanunun çıkarılması ile birlikte Türk sermaye piyasası yapısal modeli büyük ölçüde gerçek kimliğine kavuşmuştur.

6.2. TÜRK SERMAYE PİYASASININ YASAL ÇERÇEVESİ

Türk Sermaye Piyasasının yasal çerçevesini, başta 1982 yılında yürürlüğe giren ve 1992 yılında 3794 sayılı kanun ile önemli değişikliğe uğrayan 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile bu kanuna dayanarak çıkarılan tebliğ ve yönetmelikler, kanun hükmündeki kararnameler ve çeşitli Bakanlar Kurulu kararları oluşturmaktadır.

6.2.1. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

1981 yılında Resmi Gazete’de yayınlanarak 1982 yılında yürürlüğe giren bu kanun, banker krizi sonrası aceleyle çıkarılmış ve bir çok yönlerden eksik nitelendirilen bir kanundur. Bu nedenle piyasanın düzenlemesi ve işlerlik kazanması, kanunun verdiği yetki çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu’nun çıkardığı tebliğlerle mümkün olabilmıştır.

Kanunun amacı birinci maddesinde de düzenlendiği gibi; *“tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılımını sağlamak amacıyla, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemektir.”*

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, piyasayı düzenlemesine rağmen aceleyle çıkarılmış bir yasa olması, yeni kavram ve kurumların tam tanımlarının yapılamaması nedeniyle uygulamada bir çok sorunlarla karşı karşıya kalınmasına neden olmuştur. Ayrıca bu kanuna dayanarak oluşturulan sermaye piyasası yapısal modeli, uluslararası piyasalarla entegrasyonu sağlayacak düzenlemelerden bir hayli uzaktır. Bu gibi nedenlerle Türk sermaye piyasası, kurumsallaşmaya geçiş

(1982) döneminden ancak 10 yıl sonra 3794 Sayılı Kanunun çıkarılmasıyla günümüzdeki ideal yapısına ulaşabilmiştir.

6.2.2. 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname

Sermaye Piyasası Kanunu'ndan sonra menkul kıymetler borsalarının yeniden düzenlenmesi 91 Sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile olmuştur. Böylece yeni yapılanmaya uygun menkul kıymetler borsasının kurulması sağlanmıştır. Türkiye'de kurulacak menkul kıymetler borsalarının kuruluş, yönetim, çalışma esasları ve denetlenmelerini düzenleyen bu kanun hükmünde kararnameye dayanılarak İMKB Yönetmeliği çıkarılmış ve sermaye piyasası modeli içinde borsa kurularak faaliyete geçmiştir.

6.2.3. Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'na İlişkin 32 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

1989 yılında yürürlüğe giren 32 Sayılı Karar, sermaye piyasasına yönelik kambiyo rejimine ilişkin düzenlemeleri içermektedir. Kararın sermaye piyasasına ilişkin hükümleri şunlardır:

- *Yurtdışında işçi, serbest meslek ve müstakil iş sahipleri dahil Türkiye'de ikametgah sahibi gerçek ve tüzel kişiler ile yerleşmek niyetiyle bir takvim yılı içinde Türkiye'de devamlı olarak altı aydan fazla oturanlar yurtiçinde yerleşik kişilerdir. (madde 2.a)*
- *Ayrıca dışarıda yerleşik kişilerden TC kanunlarına göre bir sermaye tahsisi suretiyle Türkiye'de şube açmış olanlar veya bir şirkete katılmış veya şirket kurmuş gerçek ve tüzel kişiler, yalnızca bu faaliyetleri yapmaları dolayısıyla Türkiye'de yerleşik kişilerdir. (madde 2.b)*
- *Menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurda getirilişi ve çıkışı serbesttir. (madde 15.a)*

• Türkiye'de yerleşik kişilerce menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurda girişi ve çıkışı serbesttir. (madde 15.b)

• Dışarıda yerleşik kişilerin, Türkiye'den menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç etmeleri ve bunların halka arz ve satışı sermaye piyasası hükümleri çerçevesinde yapılır. (madde 15.c)

• Dışarıda yerleşik kişilerin, (yurtdışında kurulan yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları dahil olmak üzere) her türlü menkul kıymetler ile sermaye piyasası araçlarını mevzuatına göre yetkili kılınan bankalar ve aracı kurumlar aracılığı ile satın almaları, satmaları, bu kıymetlere ve araçlara ait gelirler ile bunların satış bedellerini bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yurt dışına transfer ettirmeleri serbesttir.(madde 15.d-i)

• Türkiye'de yerleşik kişilerin, bankalar, özel finans kurumları ve sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan aracı kurumlar vasıtasıyla yurt dışındaki mali piyasalarda işlem gören menkul kıymetleri satın almaları, satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yurt dışına transfer ettirmeleri serbesttir. (madde 15.d-ii)

Bu düzenleme ile Türk sermaye piyasasının uluslararası mali piyasalarla entegre olmasına büyük katkı sağlanmıştır. Özellikle yabancı yatırımcıların Türk sermaye piyasasına girmelerine olanak yaratılmıştır.

6.2.4. 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

1992 yılında yürürlüğe giren 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile, 2499 Sayılı Kanunun bazı bölümleri ve maddeleri değiştirilmiş ve yeni maddeler eklenmiştir. Bu kanun ile Türk sermaye piyasası yapısal modeli büyük ölçüde gerçek kimliğine kavuşmuş, kavramların doğru kullanımı ve kurumların faaliyet alanlarının açık olarak belirlenmesi mümkün olabilmıştır.

Bu kanun ile birlikte;

- sermaye piyasasına ilişkin eksik düzenlemelerin tamamlanması,
- piyasanın kendi dinamiğinin harekete geçirilmesi,
- kamuyu aydınlatma ve bilginin eşit dağıtılması ile şeffaf bir piyasa ortamı sağlanması,
- sistemin işleyiş kurallarının belirlenmesiyle ekonomik suçlara karşı gereken tedbirlerin alınması,
- erken uyarıya dayalı bir piyasa gözetim sisteminin kurulması,
- yeni kurumsal yatırımcı türleri ile piyasanın talep yönünün desteklenmesi,
- yeni finansal araç türleri ile yatırım alternatiflerinin geliştirilmesi belirlenmiştir.

6.2.5. 6551 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

1995 yılında yürürlüğe giren 95/6551 Sayılı “İMKB Takas ve Saklama Merkezi” Unvanlı Yatırım Bankasının (Takasbank) Kurulmasına İzin Verilmesi Hakkında Karar ile 750 milyar lira sermayeli Takasbank adı altında, sermaye piyasasında takas ve saklama işlerini yürütecek bir bankanın kurulmasına karar verilmiştir.

6.2.6. 6571 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

1995 yılında yürürlüğe giren 95/6571 Sayılı “İMKB Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi” Kurulmasına Dair Karar ile Serbest Bölgeler Kanunu çerçevesi içinde olmak üzere İMKB bünyesinde uluslararası pazar niteliğinde bir serbest bölge kurulmasına imkan tanınmıştır.

6.3. TÜRK SERMAYE PİYASASININ YAPISAL MODELİ

Sağlıklı işleyen bir mali sistem ve onun bir alt birimi olan sermaye piyasası içinde bulunması gereken temel unsurlar şunlardır:³⁶

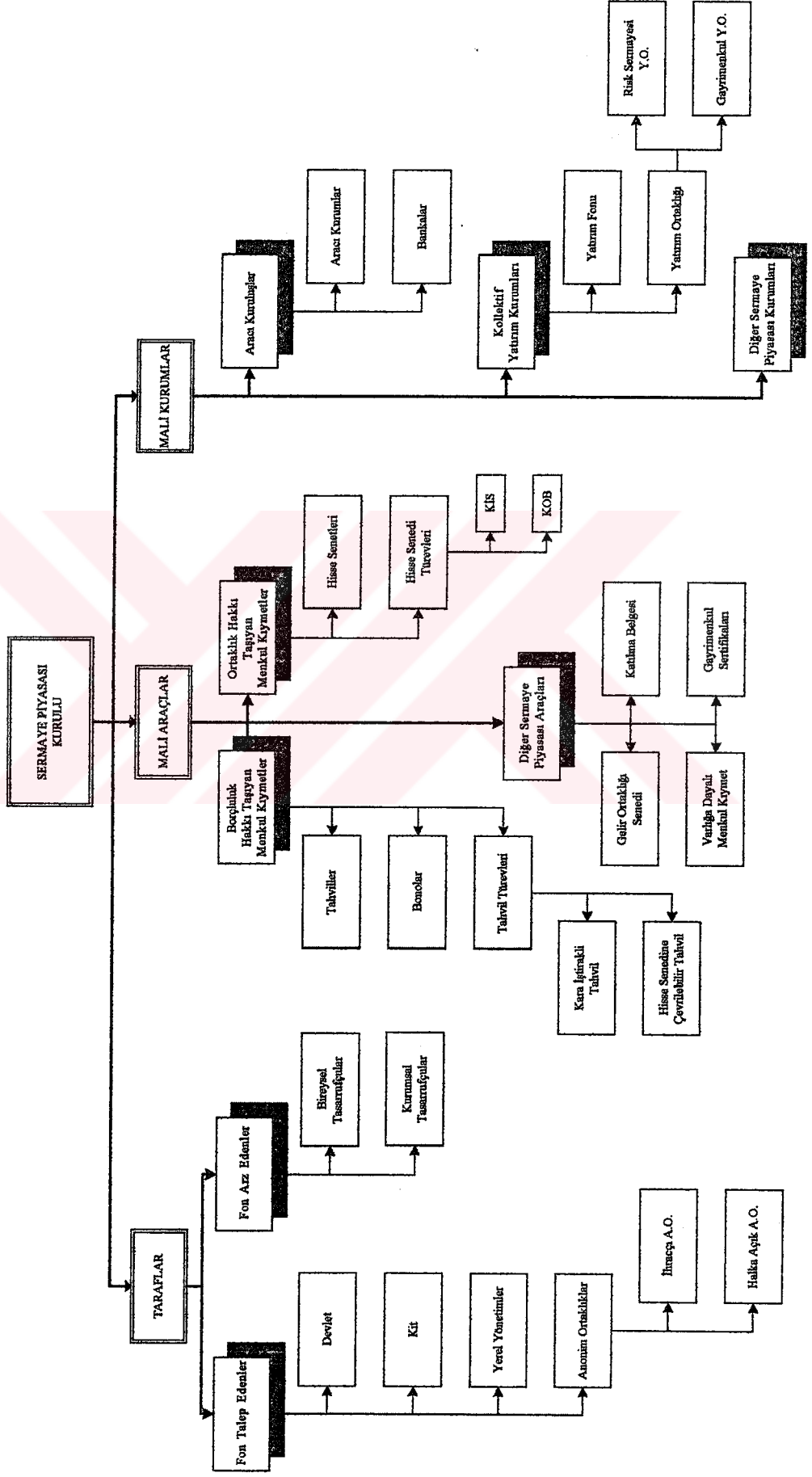
- Mali işlemlere konu olan “ *taraflar*”
- Taraflar arasında kurulan mali ilişkiler sonucu ortaya çıkan borçluluk ve ortaklık gibi iki hukuki sonucu belgeleyen “*mali araçlar*”
- Taraflar arasında mali araçlarla ilişkileri düzenleyen ve yönlendiren “*mali kurumlar*”.

Ayrıca bunlardan ayrı olarak yapısal model içinde, her ülkenin kendi ekonomik yapısına uygun olarak sermaye piyasasını düzenleyen, denetleyen ve yönlendiren bir “*yetki kurumu*” (Türkiye için SPK) yer almaktadır. Bu kurum her ülkenin kendi hukuk sistemine göre düzenlenir.

Türk sermaye piyasasının günümüzdeki yapısal modeli, kurumsallaşmış bir sermaye piyasası özelliklerinin bütününe yakın bir bölümünü kapsamaktadır. Özellikle sermaye piyasası araçlarının çeşitlendirilmesi ve her yatırım aracı üzerine işlem yapmaya yetkili mali aracı kurum ve organizasyonların düzenlenmiş olması, ekonomideki yeni oluşum ve tercihlerin şekillenmesi üzerine olumlu etki yapmıştır. Ayrıca türev araçların ve türev piyasaların düzenlenmesi, Türk sermaye piyasasının kurumsallaşması yönünde önemli bir gelişme olarak değerlendirilebilir. 1992 yılında oluşturulan ve günümüze dek tebliğlerle yapılan yeni düzenlemelerin oluşturduğu yapısal model, Şekil-32’de gösterilmiştir.

³⁶ KORUYAN, a.g.e., s.27.

Şekil-32 : Türk Sermaye Piyasası Yapısal Modeli



6.3.1. Türk Sermaye Piyasası Yapısal Modeli İçerisinde Halka Açık Anonim Ortaklıklar

Sermaye Piyasası Kanununa göre halka açık anonim ortaklıklar, hisse senetleri halka arz edilmiş şirketlerdir. Hisse senetlerini halka arz etmemiş şirketler de “kapalı şirket” olarak adlandırılır.

Gelişmiş bir sermaye piyasasının temel göstergelerinden biri olan halka açık şirket sayısı ve bu şirketlerin halka açıklık oranları, güçlü bir ekonominin göstergesi olarak da değerlendirilir. Ortaklık hakkı taşıyan hisse senetlerinin geniş halk kitlelerine yayılması, ekonomide gelir ve servet dağılımını da olumlu yönde etkilemektedir.

Sermaye piyasası açısından halka açıklık için 250 ortağın bulunması şeklinde bir ölçüt kabul edilmiştir. Ortak sayısı 250’yi aşan bir anonim şirket, bunu öğrendiği tarihi takip eden 30 gün içinde Kurula başvurarak hisse senetlerini kurul kaydına aldırır ve böylece HAAO niteliği kazanır.

Anonim ortaklıkların hisse senetlerini halka arz ederek HAAO olmaları, Sermaye Piyasası Kanunu açısından kendilerine büyük yükümlülükler getirmekle birlikte, kapalı şirketlere oranla önemli avantajlar sağlamaktadır.

❖ *Sermaye Piyasası Kaynaklarından Yararlanabilme:*

Halka açılma, şirketler için temelde bir finansman yoludur. HAAO statüsünü kazanan bir şirket, sermaye piyasası araçları çıkararak ihtiyaç duyduğu kadar fonu kısa sürede sermaye piyasasından sağlayabilir. Ayrıca ortaklık hakkı ve borçluluk hakkı sağlayan sermaye piyasası araçlarının vade türlerindeki farklılık, HAAO’nun yatırım sermayesi ihtiyaçlarının finansmanı yanında kısa vadeli işletme sermayesi finansman ihtiyaçlarını karşılamaya da olanak tanımaktadır. Bu çeşitlilik, HAAO’nun finansman politikalarının belirlenmesinde farklı seçeneklere sahip olmasını sağlar. Ayrıca şirketler, halka açıldıktan ve hisse

senetleri Borsa'da işlem görmeye başladıktan sonra da hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilme, borç senedi ihraç edebilme imkanlarından yararlanmak suretiyle finansman sağlayabilmektedirler.

❖ ***Kayıtlı Sermaye Sisteminden Yararlanabilme:***

Kayıtlı sermaye, anonim ortaklıkların ana sözleşmelerinde hüküm bulunması kaydıyla, Türk Ticaret Kanununun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine bağlı kalmaksızın yönetim kurulu kararı ile arttırabilecekleri tavan sermayedir.

Sermaye Piyasası Kanunu ile sadece HAAO'ların kullanabileceği kayıtlı sermaye sistemi, Türk Ticaret Kanunundaki düzenlemelerden kaynaklanan tüm olumsuzlukları ortadan kaldırmaktadır. Kayıtlı sermaye sistemi, HAAO için bir zorunluluk değildir. HAAO isterse "esas sermaye" sistemi içinde kalabilir. Ancak "esas sermaye" sisteminde anonim ortaklıkların sermaye artırımları uzun formaliteleri gerekli kılmaktadır. Gerek ortaklar genel kurulunun toplantıya çağırılması, gerek bunun için pek çok kuruluştan izin alınması, ortaklardan iştirak taahhünameleriyle iştirak bedellerinin peşin alınması gibi konular zaman kayıplarına neden olmakta ve fon toplama maliyetlerini yükseltmektedir. Oysa kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş bir HAAO, sermaye artırımı yapmak istediğinde sadece yönetim kurulu kararı ile bu artırımı gerçekleştirebilir.

❖ ***Halka Açık Olmanın Getirdiği Tanınmışlık:***

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara; veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları vasıtası ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır. Bu bilgi dağıtımı şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurtdışında tanınmalarına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı avantaj çerçevesinde gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerle işbirliğine gidebilme, ortak girişim

oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkanı doğabilmektedir. Şirketler bu yolla tanınırlıklarını, prestijlerini ve faaliyetlerini geliştirme imkanlarını arttırmakta; hem tedarik piyasalarında, hem de ürün piyasalarında önemli kazanımlar elde etmektedirler

Bu avantajlarının yanısıra HAAO'ların sermaye piyasası kapsamına girmeleri nedeniyle üstlendikleri bir takım yükümlülükler de vardır. Bunlar:³⁷

- SPK denetimine tabi olma yükümlülüğü,
- Standart mali tablolar düzenleme yükümlülüğü,
- Bilgi verme yükümlülüğü,
- İlan ve reklam yasağı yükümlülüğü,
- Kar payı dağıtma yükümlülüğüdür.

Tablo-6: İMKB'de Gerçekleştirilen Halka Arzlar

Yıllar	Şirket Sayısı	Satış Tutarı (milyon USD)
1990	35	985,3
1991	24	391,6
1992	13	94,4
1993	16	152,5
1994	25	270,5
1995	29	246,8
1996	27	167,9
1997	29	420,4
1998	20	383,4
1999	9	90,7
2000	36	2.806,2
2001	1	242,6
2002	4	56,2
Toplam	268	6.308,5

Kaynak: İMKB <http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/bolum1.htm> Erişim: 6.1.2003

Tablo-6, 1990-2002 yılları arasında İMKB'de gerçekleştirilen halka arzları göstermektedir. Bugüne kadar toplam 268 Şirket halka arz edilmiş olup bunların toplam hasılatı 6,3 milyar USD'dir. Bu değerin 3,6 milyar USD'lik kısmı son 5 yıl

³⁷ KORUYAN, a.g.e., s.61.

içinde gerçekleşmiştir. Ancak ekonomik kriz nedeniyle Borsa'nın büyük kan kaybına uğraması sonucu halka açılmaların da 2001 ve 2002 yıllarında olumsuz etkilendiği açıktır. Her iki yılda sadece 5 şirket Borsa'da yeni işlem görmeye başlamış ve toplam satış tutarı 300 milyon USD olmuştur. Önümüzdeki 20 yıl içerisinde İMKB'nin halka arzlarla ekonomiye 130 milyar USD'lik kaynak yaratacağı, borsaya kote şirket sayısının 1250'ye çıkacağı ve işlem hacminin 500 milyar USD'yi bulacağı öngörülmektedir.³⁸

6.3.2. Türk Sermaye Piyasasının Yapısal Modeli İçerisinde Mali Kurumlar

Türk sermaye piyasasında faaliyette bulunmasına izin verilen kurumlar aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

- Aracı Kurumlar
- Kollektif Yatırım Kurumları
 - Yatırım Fonları
 - Yatırım Ortaklıkları
 - Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
 - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
- Sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar

Sermaye piyasası kurumları, geliştirdikleri aracılık ve portföy teknikleri ile sermaye piyasasında menkul kıymetler ile fon arz ve talebini karşılaştırır. Özellikle ortaklıklar tarafından yaygın ve sıklıkla başvurulmayan sermaye piyasası kaynaklarından en verimli şekilde yararlanılmasına ortam hazırlar.

³⁸ "Borsadan Ekonomiye 16,5 Milyar Dolar Aktı", *Hürriyet Gazetesi*, 3 Ocak 2003, s.8.

6.3.2.1. Aracı Kurumlar

Aracı kurumlar, kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık yapmak veya daha önce ihraç edilmiş olanların aracılık amacıyla alım satımıyla uğraşmak için Kurul'dan yetki belgesi almış olan aracı kurum ve bankalardır.

Bankaların sermaye piyasasının bir aracı kuruluşu olarak sermaye piyasası faaliyetinde bulunmasına Kanun'da izin verilmiş olmasının iki nedeni vardır:

- Ülke geneline yayılmış şube bankacılığı aracılığı ile sermaye piyasası işlemlerinin geniş kitlelere yaygınlaştırılmasını sağlamak.
- Türk mali sisteminde ağırlıklı konuma sahip bankaların sermaye piyasası faaliyetleri dışında kalmak istememeleri.

SPK 15.8.1996 tarihli toplantısında aldığı kararla, piyasada faaliyet gösteren bankalar ile aracı kurumlar arasındaki rekabet eşitliğinin sağlanması için bankaların 2.1.1997'den itibaren ya mevcut aracı kurumlardan mevzuat çerçevesinde birini satın almak veya mevcut yetki belgesini bir aracı kurum kurarak bu aracı kuruma devretmek suretiyle faaliyetlerini yürütmelerine izin vermiştir. Bugün ülkemizde 32 adet bankaların kurduğu aracı kurumla birlikte toplam 122 adet aracı kurum faaliyette bulunmaktadır.

6.3.2.2. Kollektif Yatırım Kurumları

Piyasaların genişlemesi ve istikrar kazanması için gerekli olan kolektif yatırım kurumlarının, serbest rekabet koşulları altında çeşitli portföy yapılarına sahip kuruluşlar olarak yatırımcılara hizmet sunuyor olması da yine gelişmekte olan piyasalar arasında yatırım yapma tercihini o ülke lehine değiştirecektir. Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları, sermaye piyasasının değişmez kurumları

arasında yer almakta ve piyasalara portföy yönetimi kavramını ve profesyonel yaklaşımı kazandırmış bulunmaktadır.

6.3.2.2.1. Yatırım Fonları

Yatırım fonu, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet kuralları çerçevesinde portföy işlemek amacıyla kurulan mal varlığıdır. Yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Bu nedenle fon mal varlığı, kurucunun mal varlığından ayrıdır. Fon mal varlığı rehin edilemez ve kurucu tarafından teminat gösterilemez. Fon portföyüne dahil edilebilecek varlıklar kanun kapsamında belirlenmiştir.

Bugün ülkemizde 136 adet A tipi, 106 adet B tipi olmak üzere toplam 242 adet yatırım fonu vardır. Bu fonların mevcut portföy değerleri toplamı yaklaşık 400 trilyonu bulmaktadır.³⁹

6.3.2.2.2. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.

Yatırım ortaklıkları, yatırım fonları gibi küçük tasarrufların bir araya getirilerek riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde güçlü portföyler oluşturmaktadır. Çeşitli ortaklıkların sermayelerine ortak olmakla birlikte, bir holding şirketinde olduğu gibi bunların yönetimlerine egemen olmak gibi bir amaç güdemezler.

Eylül 2002 tarihi itibarıyla yatırım ortaklıklarının sayısı 22, piyasa değeri toplamı yaklaşık 58,7 trilyon TL'dir. Portföylerinde %41,97 ile hisse senetleri en

³⁹ SPK, <http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulten>, Erişim: 11.12.2002

büyük paya sahiptir, onu %31,02 payla devlet tahvili ve hazine bonosu, %24,48 payla da ters repo izlemektedir.⁴⁰

6.3.2.2.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen uzun vadeli kaynak aktarım biçimine risk sermayesi yatırım denir.⁴¹

Risk sermayesi yatırım ortaklıklarını, genel nitelikli yatırım ortaklıklarından ayıran en önemli özellik, bunların portföylerine alacakları ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetleri, portföylerinde uzun vadeli tutarak bir bakıma girişimci şirketlerin ileride halka açılmalarına önderlik etmesidir.

Ülkemizin ilk ve tek risk sermayesi ortaklığı 1996 yılında Vakıfbank tarafından kurulmuştur. Piyasa değeri Eylül 2002 itibariyle 4 trilyon TL seviyesindedir.

6.3.2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

GYO’lar, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır. GYO’lar, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, bina, arsa ve araziden oluşan gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere, kira geliri için bitmiş veya asgari %50’si tamamlanmış gayrimenkullere yatırım yapabilirler.

⁴⁰ SPK, <http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulden>, Erişim:11.12.2002

⁴¹ KORUYAN, a.g.e., s.139.

Eylül 2002 itibariyle toplam 9 adet GYO'nun piyasa değerleri toplamı 288,4 trilyon TL'dir. Bu ortaklıkların portföylerinde en büyük payı %80 ile bina, arsa ve araziler oluşturmakta; %16,57'lik portföy oranıyla gayrimenkule dayalı projeler de bunları izlemektedir.⁴²

6.3.2.3. Diğer Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye piyasası araçlarının takas edilmesi ve saklanması, derecelendirilmesi ve bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlarla sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile uğraşan kuruluşlar; yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler ve varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç etmek amacıyla kurulan genel finans ortaklıkları, ipotega dayalı menkul kıymet merkezleri gibi kurumlar Türk sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlardır.

⁴² SPK, <http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulten>, Erişim: 11.12.2002

YEDİNCİ BÖLÜM
DIŞ YATIRIMCILARIN
TÜRK SERMAYE PİYASASINA ÇEKİLMESİ

7.1. TÜRKİYE'DE DOLAYLI YABANCI SERMAYEYİ
TEŞVİK EDİCİ GELİŞMELER

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

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

7.1.1. Finansal Liberalizasyon Programları

1980'lerin başından itibaren, gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda görüldüğü gibi, Türkiye'de de yeni bir ekonomik gelişim programı başlatılmış ve liberalizasyon programları uygulanmaya konulmuştur. Finansal liberalizasyondaki amaç, piyasa mekanizmasına dayalı, dünya ekonomileriyle bütünleşmeyi sağlayacak ekonomik büyüme ve istikrarın sağlanmasıdır. Bugün finansal liberalizasyonla gelinen nokta, Türkiye'nin dış ticaret ve finansal alanlarda hukuki düzenlemeler açısından bazı gelişmiş ülkelere bile daha fazla serbesti olanakları sunmuş olmasıdır.

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

7.1.2. Yeni Finansal Araçlar ve Uygulamalar

Uluslararası sermaye piyasalarında dış yatırımcıların, değişik ihtiyaçlarına cevap verebilecek çeşitli yatırım alternatiflerinin piyasalarda kullanılıyor olması, dış yatırımcıları teşvik edici ve özendirici etkenler arasındadır. Türk sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde getirilen yeni araçlar ve uygulamalardan bazıları şunlardır:⁴³

- Tahvillerde, tahvil sahibinin veya ihraççının talebine bağlı olarak erken itfa edilebilirlik imkanı getirilmiştir.
- Hisse senediyle değiştirilebilir tahvillere işlerlik kazandırılmıştır.
- Değişken faizli tahvil ihraç edebilme imkanları getirilmiştir.
- Tüm borçlanma araçlarında ihraççıların finansman politikaları ile ilgili faiz, vade ve benzeri hususların, piyasa mekanizmasıyla belirlenmesi sağlanmıştır.

⁴³ İMKB., "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye", Yayın No:3, 1994, s.65.

- Yabancı piyasalarda menkul kıymet ihraçlarının, dünya globalleşme sürecine uyumlu hale getirilmesi yönünde menkul kıymet mevduat sertifikaları düzenlenmiştir. Böylece çeşitli ihraçların bu araçlar vasıtasıyla yapılabilmesi ve yurtdışı borsalarda yabancı yatırımcılar tarafından alınıp satılabilmesi mümkün kılınmıştır.
- Türev ürünler ve depo sertifikaları Türk sermaye piyasasında kullanılmaya başlanmıştır.

7.1.3. İMKB Uluslararası Pazarın Kurulması

Pazar, yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile uluslararası piyasalardan kaynak bulma arayışında olan ihraççılara önemli imkanlar sunmaktadır. Serbest bölge statüsünde faaliyet gösteren pazarda yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların elde ettikleri tüm gelirler vergiden muaf tutulmuştur. Uluslararası fon yöneticilerinin nakit transferi, kambiyo kısıtlamaları gibi operasyonel riskler nedeniyle yatırım yapmaktan çekindikleri bölgelere, sözkonusu riskleri ortadan kaldıran bu pazar üzerinden giriş yapabilme imkanı getirilmektedir. Ayrıca, Türkiye'deki bankacılık ve finans sektörünün otomasyon düzeyinin Batı Avrupa ölçütlerinde olması, UP'de gerçekleştirilecek işlemlerden kaynaklanan nakit transferlerinin rahatlıkla yapılmasını sağlamakta ve UP'nin serbest bölge bünyesinde olmasından dolayı da söz konusu transferler hiçbir kısıtlamaya tabi olmamaktadır.

Gerek UP'deki alım, satım ve takas işlemlerinde gerekse tüm ödemelerde kullanılacak para biriminin Yönetim Kurulu tarafından kabul edilmiş yabancı para birimlerinden olması yatırımcılara döviz cinsinde yatırım yapabilme imkanı sağlamaktadır.

UP aktif olarak faaliyet gösteren iki piyasadan oluşmaktadır:

- Yabancı hisse senetlerini temsil eden depo sertifikalarının işlem gördüğü İMKB Uluslararası Depo Sertifikaları Piyasası

- Uluslararası borçlanma araçlarının işlem gördüğü İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası

Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda 1997 yılından beri kesin alım satım işlemleri ve repo-ters repo işlemleri yapılmaktadır. Kesin alım-satım işlemleri bankalar ve aracı kurumlar tarafından yapılabilirken, repo-ters repo işlemleri sadece bankalar tarafından USD ve EURO üzerinden gerçekleştirilebilmektedir.

7.1.4. İMKB'deki Gelişmeler

İMKB, 1992 yılında Uluslararası Borsalar Federasyonuna (FIBV) tam üye olarak kabul edilmiştir. 1993'te ise ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (SEC) tarafından "*Kabul Görmüş Uluslararası Menkul Kıymetler Piyasası*" olarak tanınmıştır. İMKB geliştirmekte olan piyasalar içinde bu unvana sahip üçüncü piyasa olmuştur.

Avrupa Birliği'nde borsalar, bir bloğa dahil olarak gelişimlerini sürdürmeye gayret etmektedirler. İMKB'nin stratejisine uygun olarak, AB sermaye piyasalarındaki borsalar arasındaki oluşumların içinde aktif olarak yer alması, piyasalar arası entegrasyonu hızlandıracağı gibi, AB'ye olan tam üyelik sürecine ilişkin hazırlığı da çift taraflı olarak etkileyecektir. İMKB'nin Londra borsası ile bilgi değişimi ve işbirliği protokolü bulunmaktadır. Ancak Almanya'daki borsalar Londra'nın uluslararası boyutuna göre ilk aşamada daha uygun görülmektedir.

Bu gelişmeler, uluslararası kuruluşların Türk sermaye piyasasının yeterli kurumsal ve hukuksal altyapıya sahip olduğunu kabul etmeleri açısından önemlidir. İMKB şeffaflık ilkesi doğrultusunda şu anda Dünyada 20'ye yakın borsada bulunan bir veri bankasına sahiptir. 1994'de tamamen otomasyona

geçilmesi İMKB'yi bu hususta gelişmiş piyasalara bir adım daha yaklaştırmıştır. Ayrıca Türkiye'de kamuya açıklama esasları ve yatırımcının korunmasına yönelik mevzuatın ve raporlama sisteminin uluslararası standartlarda olması, dış yatırımcılar ile İMKB arasındaki bilgi akışının dolaysız ve hızlı olması İMKB'nin en önemli artularındandır.

7.2. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA DOLAYLI YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

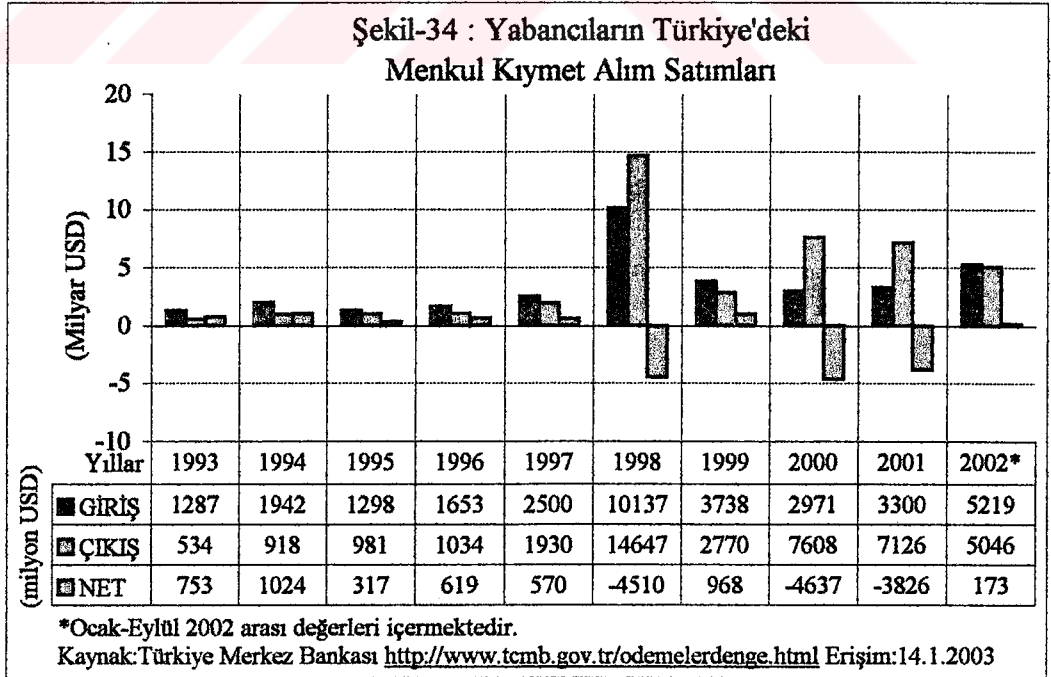
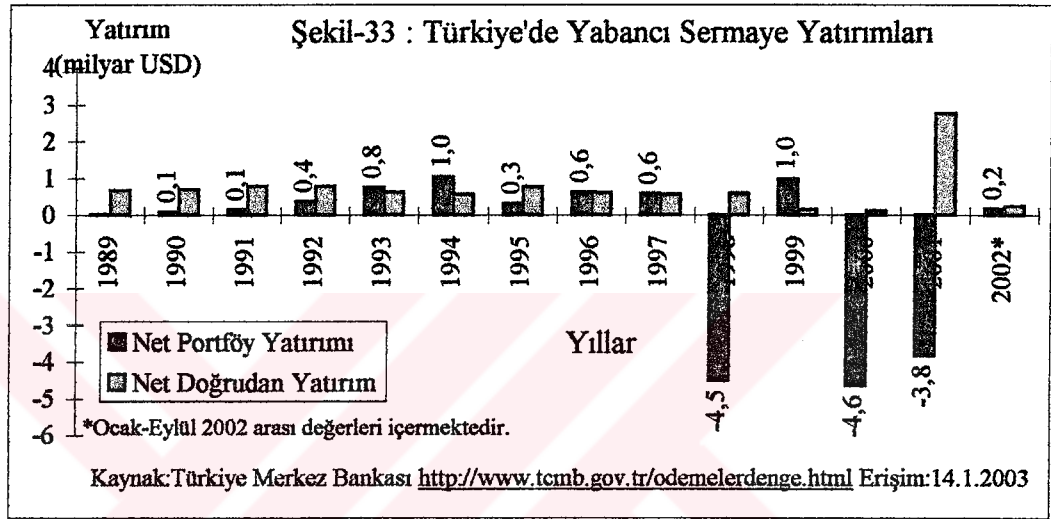
7.2.1. İMKB'de Yıllar İtibariyle Yabancı Sermaye Yatırımları

Şekil-33, 1989-2002 yılları arasındaki Türkiye'deki yabancı sermaye yatırımlarını göstermektedir. Türkiye'ye yapılan doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları birbirleriyle kıyaslandığında, doğrudan yatırımların daha istikrarlı olduğu görülmektedir. 1999 yılına kadar dönemde her sene ortalama 500-600 milyon USD arasında değişen doğrudan yatırım gerçekleşmiştir. 1999 ve 2000'de kriz nedeniyle doğrudan yatırımlar gerilemiştir. 2001 yılında ise 2,8 milyar USD'yi bulmuştur. Bunda en büyük etken ise, kriz nedeniyle şirket değerlerinin düşmesi ve yabancı yatırımcıların "ucuza mal kapatma" çabalarıdır.

Portföy yatırımları ise en yüksek seviyesine 1994 yılında ulaşmıştır. 1994 yılında net 1 milyar USD'lik yabancı portföy yatırımı Türkiye'ye yapılmıştır. Bu rakamın içinde Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş.'nin özelleştirilmesiyle ilgili olarak gerçekleşen net 316 milyon USD'lik giriş ve Garanti Bankası'nın Nisan 1994'te ihraç ettiği ADR'lerden kaynaklanan net 12 milyon USD giriş vardır.

Şekil-34'de görüldüğü gibi Türk sermaye piyasasında en yüksek yabancı menkul alım ve satım tutarının yaşandığı yıl 1998 yılı olmuştur. Temmuz 1998'de net yabancı portföy yatırımı 6,6 milyar USD gibi rekor bir düzeyde gerçekleşmiştir. Ancak Ağustos 1998'de patlak veren Rusya Krizi sonucu yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasalardan çekilmeleri, Rusya ile coğrafi yakınlığı ve yoğun ticari ilişkileri olan Türkiye'ye sert bir biçimde yansımış,

yabancı portföy yatırımları Ağustos'ta %41,6 oranında azalarak 4,5 milyar USD'lik negatif net portföy yatırımı gerçekleşmiştir. Rusya Krizinin ardından Venezuela'dan gelen devalüasyon haberi, krizin Latin Amerika ülkelerine sıçrayabileceği düşüncelerine zemin hazırlamıştır. Japonya'da büyük iflasların yaşanması, Brezilya'da krizin patlak vermesi ve Çin'in devalüasyon yapabileceği endişesi Ocak 1999'un sonuna kadar yoğun bir satış baskısına neden olmuştur.



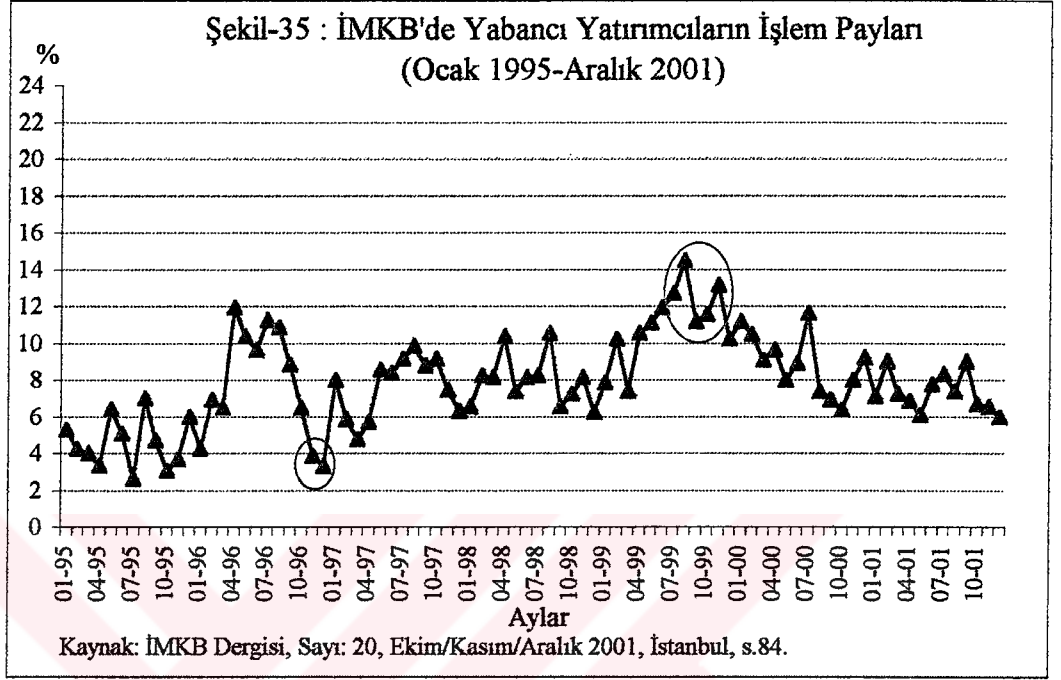
Küresel krizin etkilerinin silinmeye başlamasıyla 1999 yılında 1 milyar USD'lik pozitif net portföy yatırımı gerçekleşmiş ve bu değer 1994 yılından sonraki en büyük miktar olmuştur. 2000 ve 2001 yıllarındaki ekonomik bunalımlar neticesinde net yabancı portföy yatırımları negatif 4,6 ve 3,8 milyar USD olarak gerçekleşmiştir (bkz. Şekil-34).

2002 yılının Eylül ayına kadar geçen dönemde ise pozitif net portföy yatırımı gerçekleşmiştir. Yabancı yatırımcılar 5 milyar USD'lik menkul kıymet satmalarına rağmen, 5,2 milyar USD'lik de menkul kıymet yatırımında bulunmuşlar ve sonuçta net 173 milyon USD'lik yabancı portföy yatırımı sağlamışlardır. Yabancı yatırımcıların net menkul değer alım-satımlarının, 2001 yılı Ocak-Eylül döneminde 3,7 milyar USD net satım, 2002 yılının aynı döneminde ise 173 milyon USD net alım gösterdiği gözlenmektedir. Bu durum yabancı yatırımcıların Türkiye'nin ekonomik krizden çıkmaya başladığına inanmalarını göstermektedir. Şekil-34'de ekonomik krizin ilk ortaya çıktığı 2000 yılından itibaren yabancı sermaye çıkışının gittikçe azaldığı ve nihayet 2002 senesinde girişin çıkıştan fazla olduğu görülmektedir. 2002 yılının Eylül ayına kadar olan dönemde yabancı yatırımcıların 173 milyon USD'lik net alım yapmaları, yabancı yatırımcıların İMKB'ye dönüş sinyali verdiğini göstermektedir.

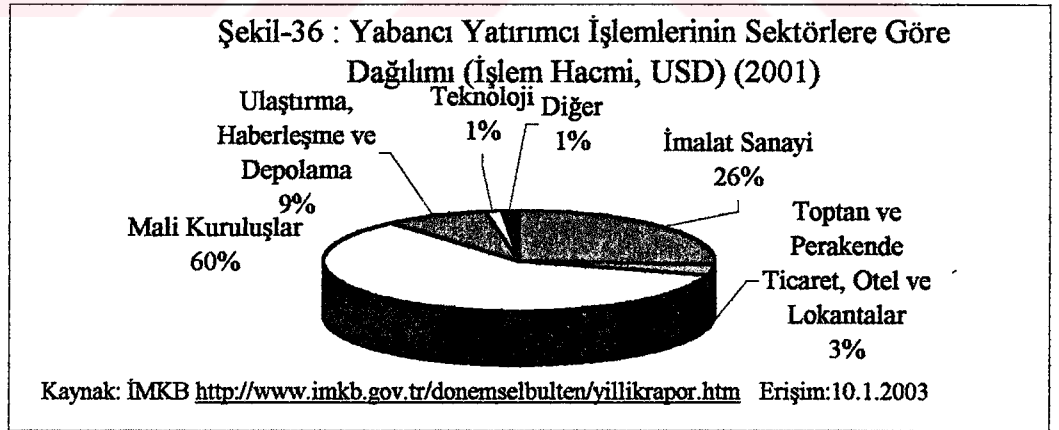
7.2.2. İMKB'de Yabancı İşlem Payları

Şekil-35, Ocak 1995-Aralık 2001 yılları arasındaki İMKB'deki yabancı yatırımcı işlem paylarını göstermektedir. 1995 yılında yabancı yatırımcı payı %2-%8 arasında değişmektedir. 1996 yılında siyasi ve ekonomik istikrarın sağlanmasıyla bu oran %12'ler seviyesine kadar çıkmış ancak yeniden istikrarsızlıklar baş gösterdiği için 1997 yılı başında yabancıların payı %3'e kadar düşmüştür. 1997 ve 1998 yıllarında yabancıların payı %6-%10 arasında değişmiş, 1999 yılı sonunda küresel krizlerin etkilerinin azalmasıyla birlikte %15'e kadar çıkmıştır. Bundan sonraki yıllarda politik istikrarsızlıklar neticesinde sürekli bir

düşüş trendi yaşanmış ve 2001 Aralık itibariyle yabancıların borsadaki payı %6 olmuştur.



7.2.3. İMKB'de Yabancı Yatırımcı ve İşlem Profili



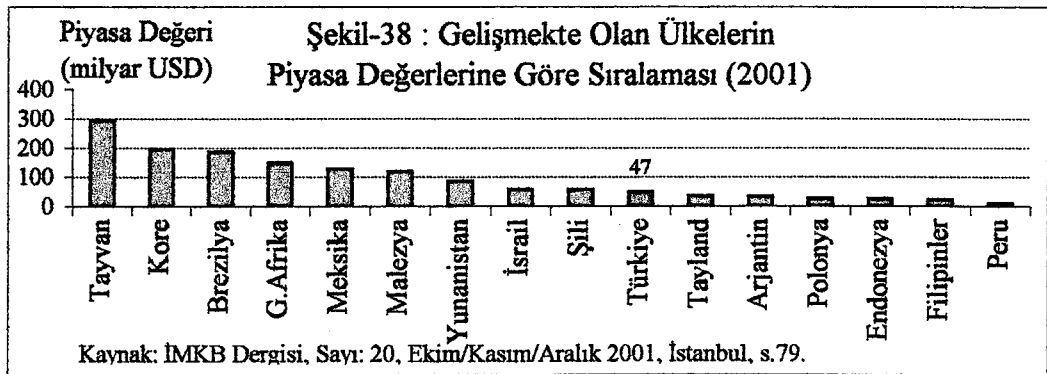
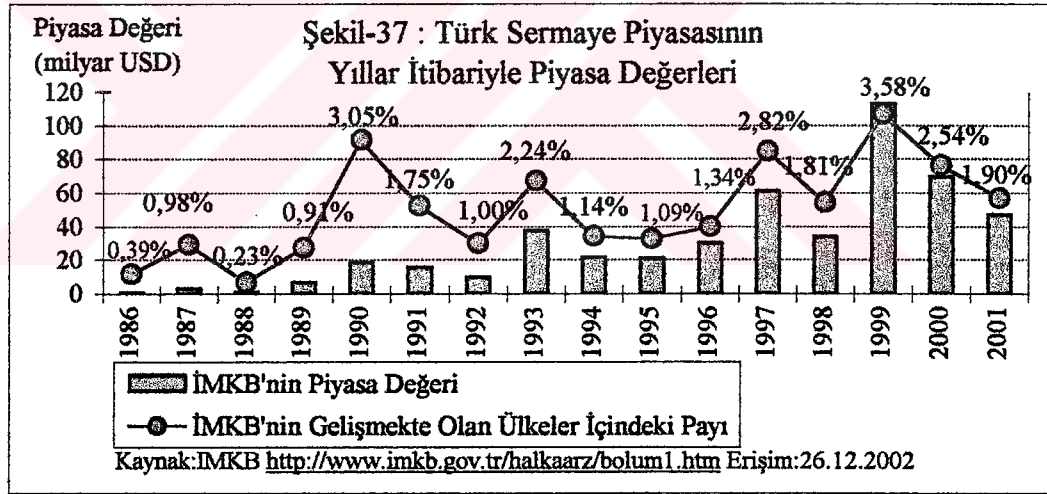
Genelde yurtdışından sermaye piyasamıza yatırım yapan uluslararası yatırımcılar Amerikan kurumsal yatırımcılardır. Ayrıca uluslararası yatırımcılar sabit getirili menkul kıymet yerine hisse senedine yatırım yapmayı daha çok tercih etmektedirler. Riske göre daha yüksek getiri sağlayacak portföy olanakları

piyasalarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri aracılığıyla gerçekleştirilir. Bu amaçla tahvil ve hazine bonosu gibi sabit getirili menkul kıymet yatırım türüne gelecek yabancı sermaye, daha çok kısa süreli olmakta ve beklenen faydayı sağlamadan yine ülke dışına çıkabilmektedir.

Şekil-36'da 2001 yılında yabancı yatırımcı işlemlerinin sektörlere göre dağılımı incelendiğinde işlem hacmi açısından ilk sıraları %60 ile mali kuruluşlar sektörü ve %26 ile imalat sanayiinin aldığı görülmektedir.

7.3. GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR İÇİNDE TÜRKİYE'NİN DEĞERLENDİRİLMESİ

7.3.1. Piyasa Değeri

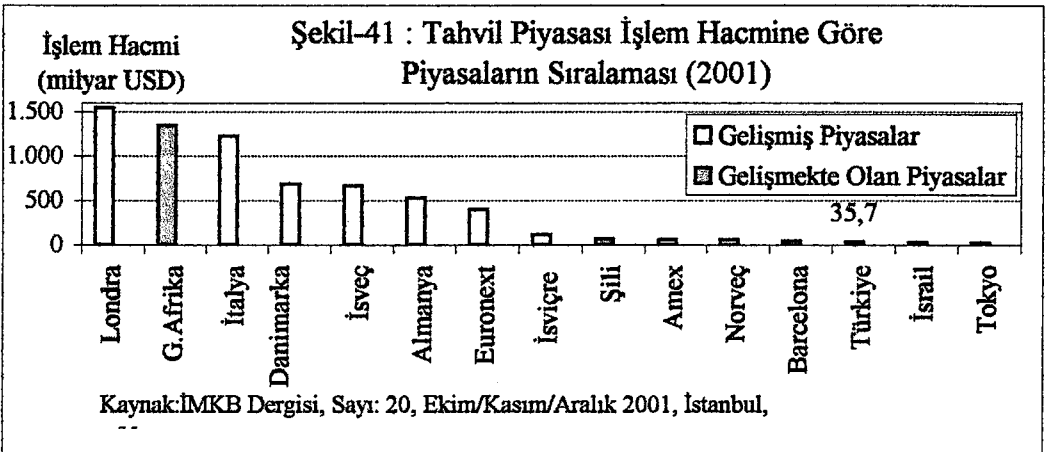
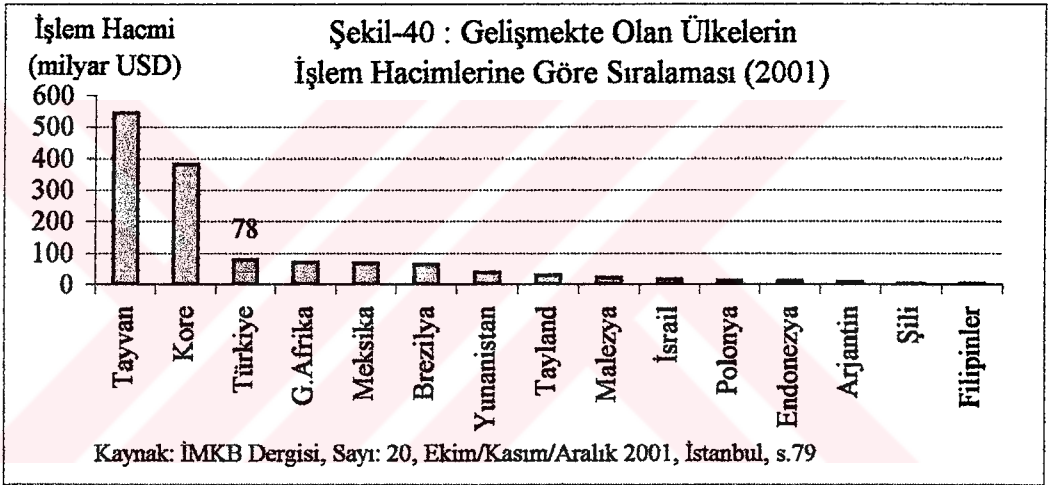
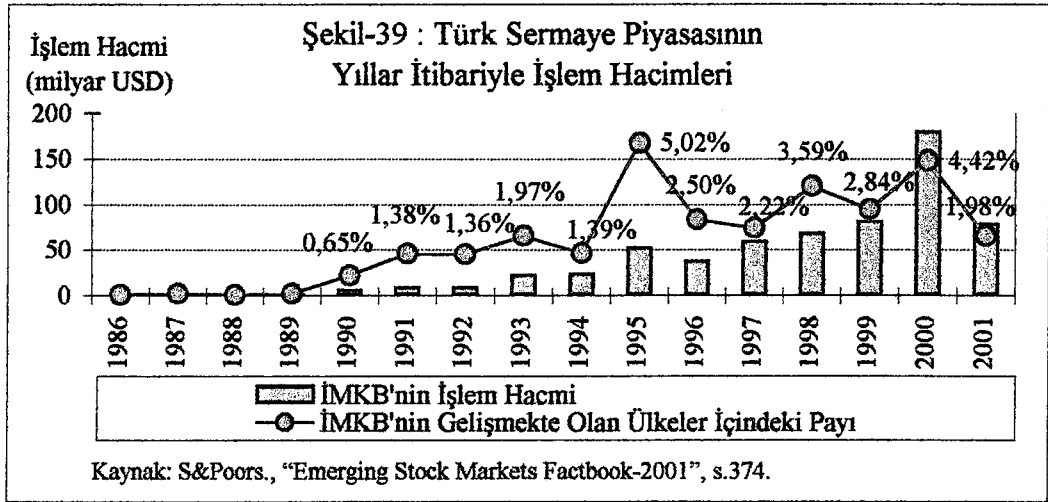


1986 yılında Türk sermaye piyasasının piyasa değeri 938 milyon USD olup gelişmekte olan ülkeler içerisindeki payı %0,39 gibi oldukça küçük bir değerdir. 1990 yılında piyasa değeri 18,7 milyar USD'ye, gelişmekte olan ülkeler içerisindeki pay ise %3'e kadar çıkmıştır. Daha sonraki yıllarda piyasa değeri miktar olarak artmasına rağmen Türkiye'nin piyasa değeri açısından gelişmekte olan ülkeler içindeki payı %3'ü geçememiştir. 2001 yılı itibariyle Türk sermaye piyasasının piyasa değeri toplamı 47 milyar USD olup, gelişmekte olan ülkeler içindeki piyasa değeri payı sadece %1,9'dur. (bkz.Şekil-37). 2001 piyasa değerleri açısından Türkiye, gelişmekte olan ülkeler arasında ancak 10.sırada, tüm piyasalar arasında ise ancak 30.sırada yer alabilmektedir (bkz.Şekil-38).

7.3.2. İşlem Hacmi

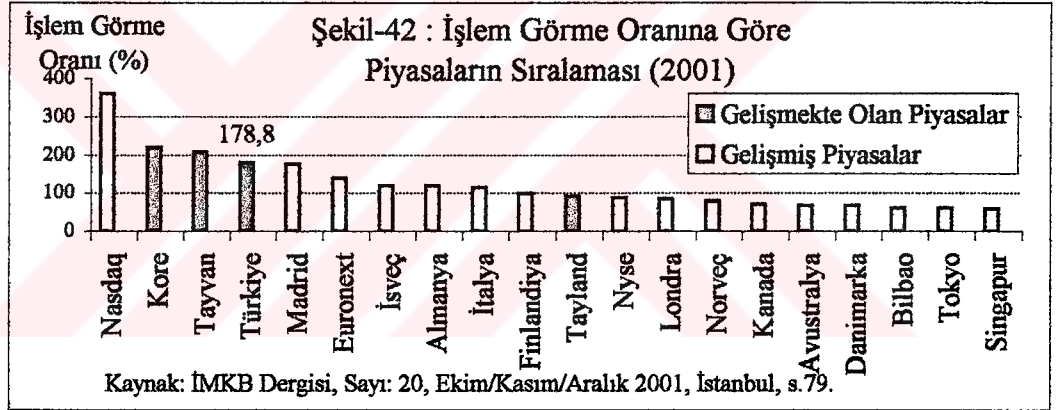
Türk sermaye piyasasında işlem hacmi, 1986 yılında 13 milyon USD'den, 1992 yılında 8,5 milyar USD'ye hızlı bir yükseliş göstermiştir. Bu hızlı yükseliş durmamış ve yıldan yıla artarak 2000 yılında 179 milyar USD'ye kadar yükselmiştir. İMKB'nin işlem hacmi açısından gelişmekte olan ülkeler içindeki payını incelediğimizde 1995 yılının en iyi yıl olduğunu görmekteyiz. 2000 ve 2001 yıllarındaki krizlerle birlikte 2001 yılında işlem hacmi 79 milyar USD'ye, gelişmekte olan ülkeler içindeki payı ise %2'ye kadar gerilemiştir (bkz.Şekil-39). 2001 yılı verilerine göre Türk sermaye piyasası işlem hacmi bakımından gelişmekte olan piyasalar içerisinde 3.sırada, tüm piyasalar içerisinde ise 22.sırada yer almakta ve Danimarka, Singapur, Barcelona gibi pek çok gelişmiş piyasayı işlem hacmine göre geride bırakmaktadır (bkz.Şekil-40).

2000 yılı verilerine göre İtalya, G.Afrika, Londra, İsveç, Danimarka ve Almanya'nın ardından tahvil piyasaları işlem hacminde 6. sırada olan Türkiye (yaklaşık 260 milyar USD'lik işlem hacmi) Şekil-41'de görüldüğü üzere 2001 yılında 36 milyar USD'ye gerilemiş ve dünya sıralamasında 13. olmuştur. Ancak bu gerilemeye rağmen Tokyo, Osaka, NYSE gibi pek çok gelişmiş piyasayı, tahvil piyasası işlem hacmine göre geride bırakmayı başarmıştır.

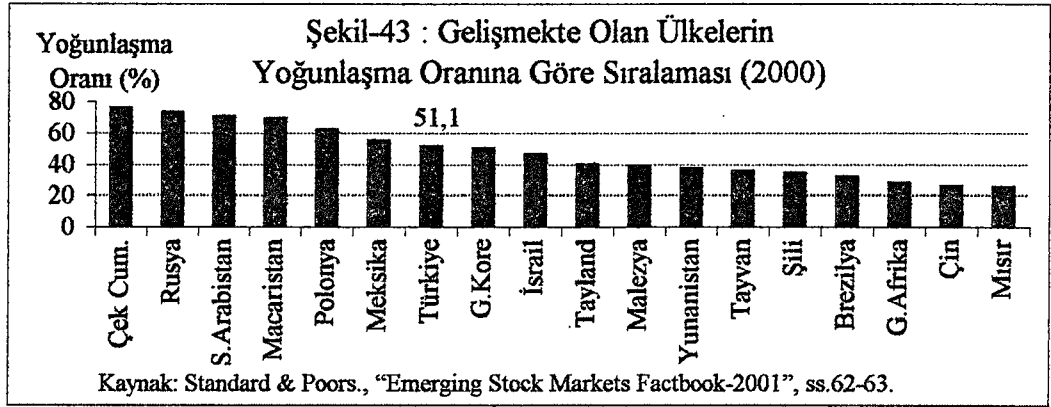


7.3.3. Likidite ve Yoğunlaşma

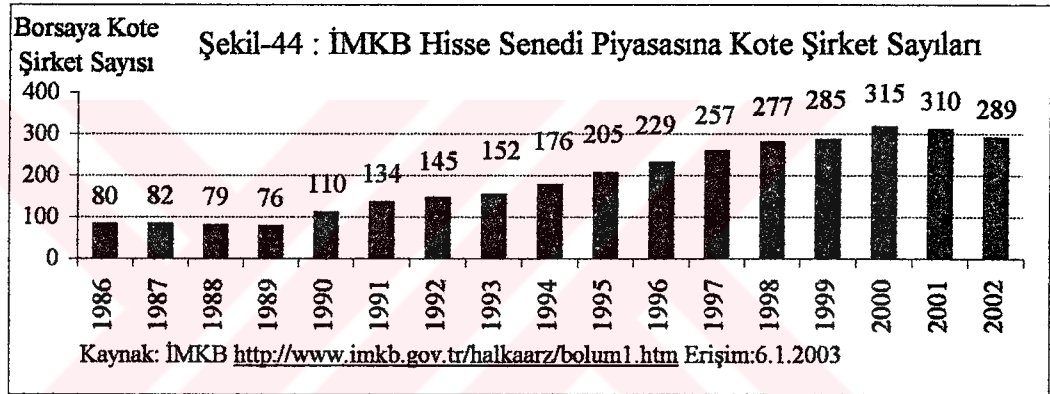
İşlem görme oranı veya piyasa dönüş oranı, belli bir dönemde piyasada oluşan toplam iş hacminin, ortalama piyasa değerine bölünmesiyle bulunur ve piyasaların likiditelerinin karşılaştırılmasında kullanılır. Şekil-42’de tüm piyasaların işlem görme oranına göre sıralaması verilmektedir. İşlem görme oranı %178,8 olan Türkiye, dünya sıralamasında dördüncü sırada olup pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasayı geride bırakmıştır. Bu durum Türkiye’nin ekonomik kriz ortamlarında bile likiditesini koruyabildiğini göstermektedir. Ayrıca Türkiye’ye yatırımda bulunan yatırımcıların kısa vadeli getiriye ön plana çıkardıklarını yani fiyat hareketleri dolayısıyla oluşacak spekülatif kazançların daha ön planda olduğunu söylemek mümkündür.



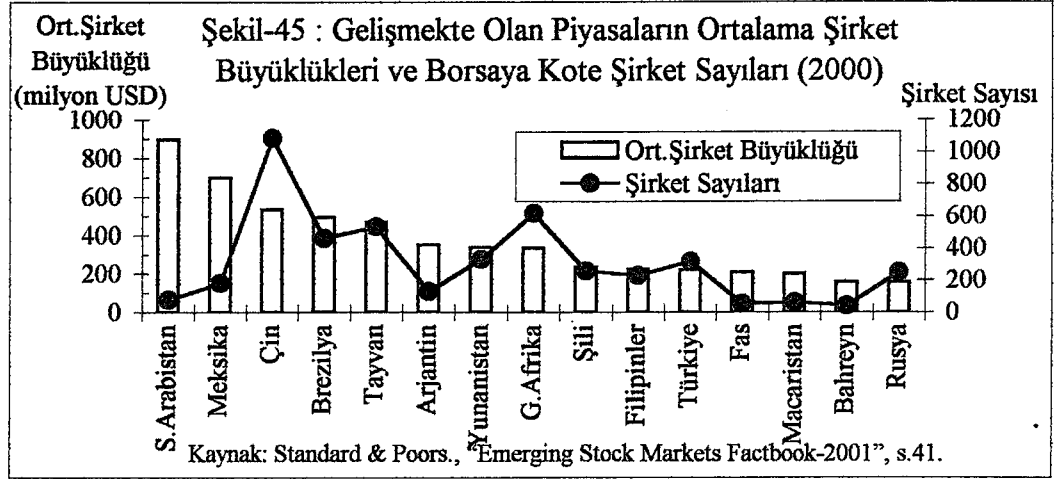
Piyasa yoğunluğu, piyasa değeri olarak en büyük veya işlem hacmi olarak en aktif hisse senetlerinin, toplam piyasa değeri veya işlem hacmi içindeki paylarının yüzde olarak ifade edilmesidir. Borsalarda yüksek yoğunlaşma oranlarının olması, borsanın aslan payının birkaç büyük şirkete ait olması anlamına gelmektedir. Genelde gelişmekte olan ülkelerin piyasa yoğunlukları (yoğunlaşma dereceleri) gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir. Yoğunlaşma oranı açısından Türkiye %51’lik oranla, yüksek yoğunlaşma oranına sahip ülkeler arasında yer almaktadır. Bu durum, piyasamız açısından önemli bir dezavantaj olmaktadır (bkz.Şekil-43).



7.3.4. Borsaya Kote Şirket Sayısı ve Ortalama Şirket Büyüklüğü



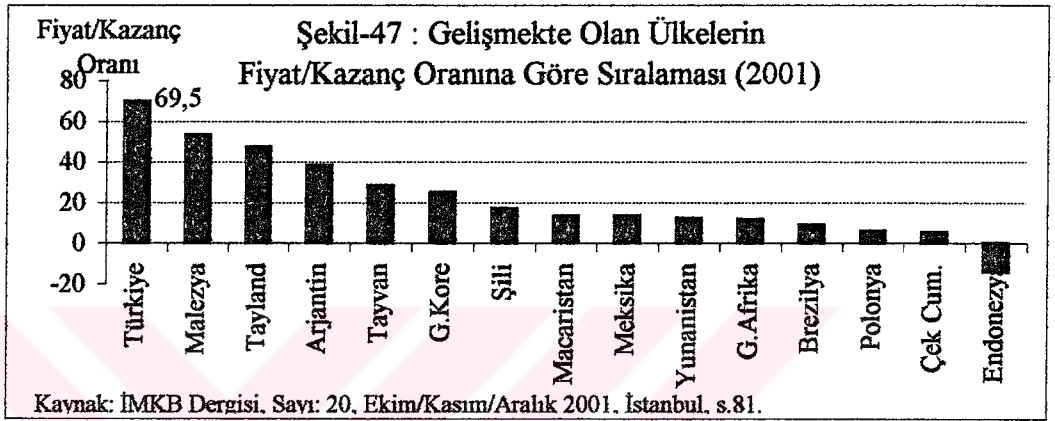
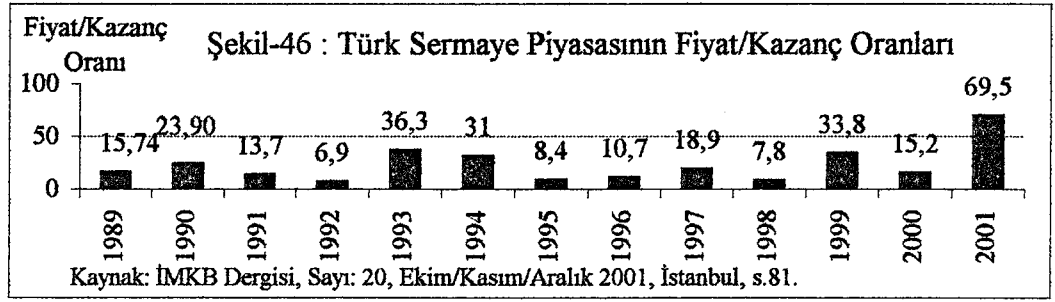
Piyasaya kote şirket sayıları Şekil-44'den görüldüğü gibi yıldan yıla dengeli bir artış göstermiştir. 2002 yılı itibariyle İMKB'de işlem gören şirket sayısı 289'dur. Pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa ile karşılaştırıldığında, Türkiye bu kritere göre orta sıralarda yer almaktadır. Ancak borsaya kote şirket sayısının çok veya az olması, karşılaştırma yapmak açısından gerçeği yansıtmayabilir. Bu nedenle en uygun karşılaştırma, piyasaların ortalama şirket büyüklüklerine göre yapılan karşılaştırmadır. Şekil-45'de 2000 yılı itibariyle gelişmekte olan ülkelerin ortalama şirket büyüklüklerine göre sıralaması görülmektedir. Buna göre şirket sayısı 75 olan S.Arabistan ile şirket sayısı 179 olan Meksika'da piyasaya kote ortalama şirket büyüklüğü 700 milyon USD'nin bile üzerindedir. Türkiye'de ise bu değer yaklaşık 220 milyon USD'dir. Çin'de borsaya kote şirket sayısı 1086'yı, G.Afrika'da 616'yı bulmasına rağmen ortalama şirket büyüklüğü nispeten geri kalmaktadır.



7.3.5. Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat/kazanç oranı, toplam piyasa değerinin o piyasadaki şirketlerin kazançları toplamına oranıdır. Fiyat/kazanç oranı hesaplanırken, fiyat o anki cari fiyat, kazanç ise bir önceki yılın ortalaması USD bazında alınarak hesaplanmaktadır.

Şekil-46, Türk sermaye piyasasının yıllar itibariyle fiyat/kazanç oranlarını göstermektedir. 1992 yılında İMKB en düşük fiyat/kazanç oranına sahip borsalardan biridir. 1993 yılında 36,3'e kadar çıkan fiyat/kazanç oranı, 1992'ye göre yaklaşık 6 kat artmıştır. 1994'te piyasada kaydedilen düşmeye paralel olarak fiyatlar düşmüş, buna karşılık paydadaki kazanç rakamı ortalama olduğu için büyük bir düşüş göstermemiştir. 2001 yılında fiyat/kazanç oranı hayli yükselmiş ve 70'lere kadar çıkmıştır. 70'lik fiyat/kazanç oranına göre Türkiye, gelişmekte olan piyasalar içinde ilk sırayı almaktadır. Türkiye'nin ardından gelen Malezya, Tayland ve Arjantin de fiyat/kazanç oranları bakımından oldukça cazip piyasalar olmaktadır (bkz.Şekil-47).



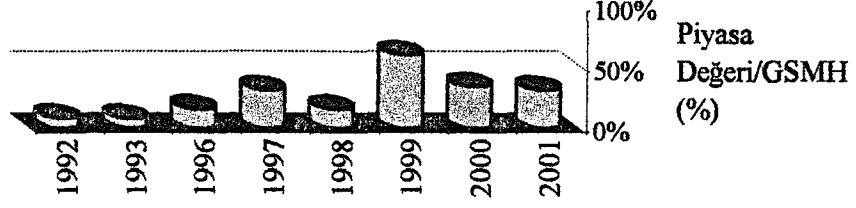
7.3.6. Piyasa Değeri/GSMH Oranı

Piyasa değerinin GSMH'ye oranı, bir borsanın ekonomi içerisindeki önemini göstermesi açısından önemlidir. Bu oranın yüksek olduğu ülkelerin ekonomik açıdan da gelişmiş olduğu belirlenmektedir.⁴⁴

Şekil-48'de görüldüğü gibi yıldan yıla bu oran önemli artışlar göstermiş ve dolaylı yabancı sermaye yatırımları açısından parlak bir yıl geçirilen 1999 yılında %60,8'e kadar çıkmıştır. İMKB'deki piyasa değerinin GSMH'ye oranı, gelişmekte olan ülkelerin ortalamasının (%26) üzerindedir. Ancak gelişmiş ülkelerin çoğunun piyasa değerinin GSMH'ye oranı %65'ler seviyesindedir. Hong Kong, Singapur, İngiltere ve Malezya'nın piyasa değerleri GSMH'lerinin üzerinde seyretmektedir.

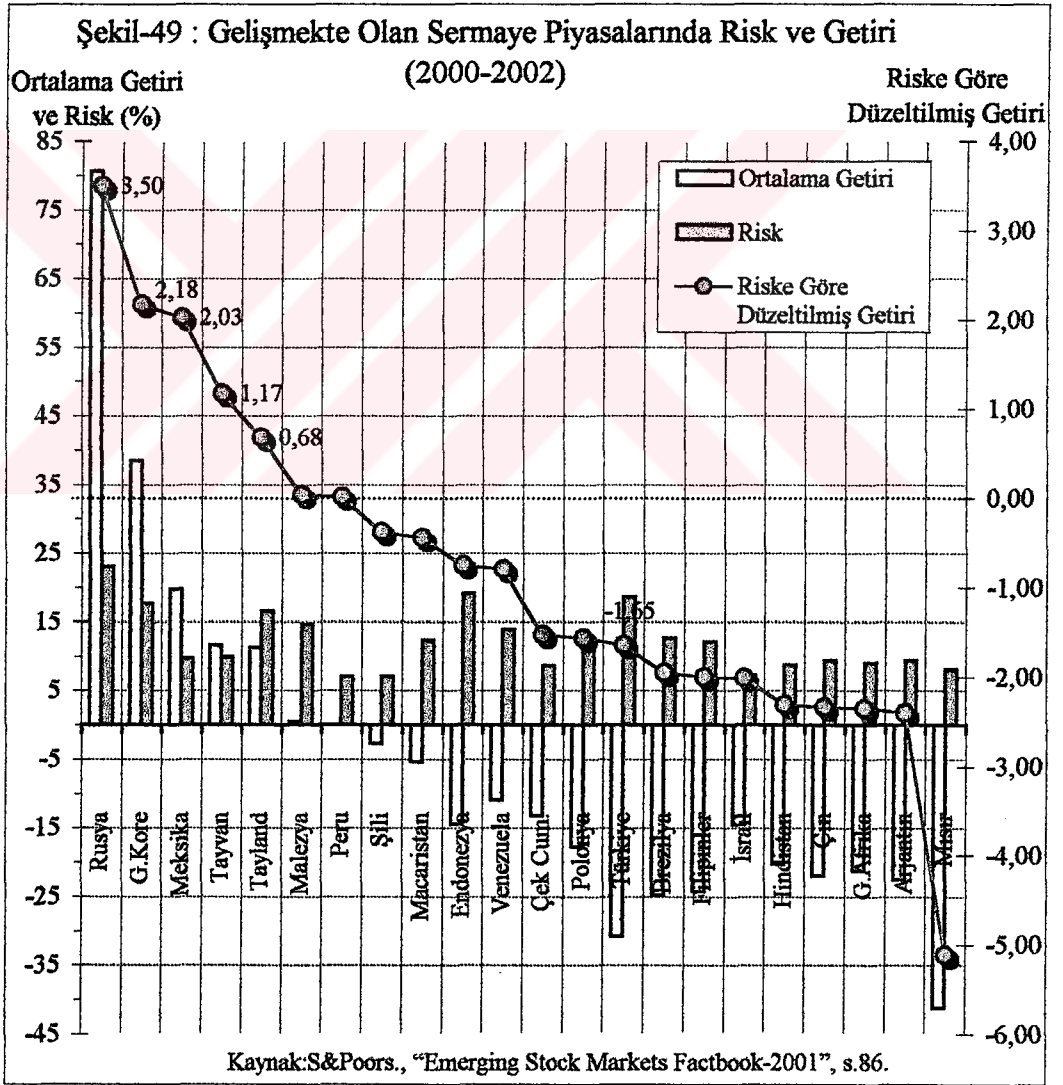
⁴⁴ TEZCANLI, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, a.g.e., s.102.

Şekil-48 : Türk Sermaye Piyasasının
Piyasa Değeri/GSMH Oranları



Kaynak: Standard & Poors., "Emerging Stock Markets Factbook-2001", s.375.

7.3.7. Risk ve Getiri



Şekil-49, gelişmekte olan ülkelerin 2000-2002 yılları arasındaki ortalama getiri, risk ve riske göre düzeltilmiş getirilerini göstermektedir. Grafiğe göre riske göre düzeltilmiş getiriye ilk sırayı Rusya almaktadır. Riski yüksek (%23) olmasına karşın beklenen getirisinin hayli yüksek olması (%80), riske göre düzeltilmiş oranının da yüksek olmasını sağlamış ve Rusya'yı yatırımcılar açısından riske katlanılması değer, çekici bir piyasa yapmıştır. Türkiye ise hemen hemen Rusya ile aynı risk düzeyinde (%18) olmasına rağmen, -%30 olan negatif getirisi nedeniyle gelişmekte olan ülkeler içinde ancak 14. olabilmektedir. Bu dönemde yaşanan ekonomik krizler neticesinde Türkiye'nin sahip olduğu beklenen getiri, 22 ülke içerisinde Mısır'dan sonra en kötü getiridir.

Grafik incelendiğinde riske göre düzeltilmiş getiriler açısından ilk sıralarda Doğu Asya ülkelerinin yer aldığı görülmektedir. Bu ülkelerin riskleri hemen hemen Türkiye kadar olsa da, getirilerinin oldukça yüksek olması yabancı portföy yatırımlarını bu ülkelere kaydırmaktadır.

Bu açıklamalar ışığında özetle İMKB, piyasa değeri, işlem hacmi ve işlem gören hisse senedi sayısı açısından gelişmekte olan ülkeler içerisinde üst sıralarda yer almaktadır. Ekonomik kriz zamanlarında bile likiditesini koruyabilen bir piyasadır. Bu durum likiditeye önem veren dış yatırımcılar açısından tercih edilmesine neden olmaktadır. Ancak istikrarsız bir getiri eğrisine sahiptir. Piyasada kısa vadeli hareketler olmakta ve kurumsal yatırımcı ile piyasa yapımcılarının eksikliği hissedilmektedir. Borsanın ekonomi içerisindeki yeri, gelişmekte olan diğer ülkeler gözönüne alındığında orta derecede denilebilse de, Türkiye'nin mevcut potansiyelleri gözönüne alındığında şu anda bulunduğu yerin çok daha üstünde olması gerekmektedir.

7.4. DIŞ YATIRIMCILARIN ÇEKİLMESİNDE TÜRKİYE'NİN ÖNÜNDEKİ ENGELLER

Dış yatırımcıların Türk sermaye piyasasına çekilmesinde, en önemli engeller Türkiye'nin yapısal sorunları ve İMKB kaynaklı sorunlardır. Bununla

birlikte, AB'yle bütünleşme çerçevesinde Türk sermaye piyasasının AB borsalarıyla uyumunu sağlayacak düzenlemelere de bu bölümde yer verilmiştir.

7.4.1. Yapısal Sorunlar

7.4.1.1. İstikrarsızlık

Türkiye'nin en büyük sorunu istikrar sorunudur. Geçmişte uygulamaya konulan tüm istikrar programları ile, programın orta yerinde yabancı sermaye akışının başlayacağı düşünülmüş ancak bu hiçbir zaman gerçekleşmemiştir. Çünkü istikrarın devamlı olacağı konusunda güven ortamı yaratılamamıştır.

Yabancı sermaye için fiyat istikrarı önemlidir. Ama fiyat istikrarı yabancı sermaye için tek ölçüt de değildir. İstikrar günlük yaşamın her alanında olmalıdır. Maalesef Türkiye, yaşamın her alanında yıllardır istikrarsızlıklarla boğuşmaktadır. Dolayısıyla da yabancı sermaye fakiridir. Son elli yılda istikrarlı olan iki şey, nüfusun artması ve istikrarsızlık içinde yaşamaya alışılmasıdır. Türkiye'nin büyük bir ülke olması, jeopolitik önemi, Batı ile olan yakın dostluğu ve hatta oldukça liberal yabancı sermaye mevzuatına sahip olması bile yabancı sermayeyi istenilen boyutlarda çekebilecek kadar avantaj sağlamamaktadır. Çünkü yabancı sermayenin aradığı istikrar yoktur. Yabancı portföy yatırımlarının ülkeye getireceği katkılardan faydalanmak üzere öncelikle yapılması gereken, ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanmasıdır. Ekonomik ve siyasi politikadaki tutarlılık ve süreklilik, yabancı portföy yatırımlarının kısa süreliden uzun süreliye geçmesini sağlayacak ve yabancı sermayeden beklenen faydayı artıracaktır. Yabancı sermayenin gelmesiyle istikrarı yakalamak değil, istikrarı yakaladıktan sonra yabancı sermayenin gelmesi hedeflenmelidir.

7.4.1.2. Enflasyon

Bilindiği üzere Türkiye'de ekonominin en büyük sorunlarından birisi yüksek oranlı enflasyondur. Enflasyonun sermaye piyasası üzerine çok olumsuz

etkileri vardır. Uzun dönemli yüksek enflasyonun olduğu ekonomilerde menkul kıymet yatırımlarının getirisi düştüğü gibi şirketlerin mali yapıları da kötüleştiği için risk artar. Böyle bir durumda, yatırımcılar daha yüksek risk primi talep ederler ve sonuç olarak menkul kıymet fiyatları daha da düşer. Ayrıca enflasyonist ortamda nominal faiz oranları yükselir. Hisse senedi değerlemelerinde faiz oranı paydada yer aldığı için hisse senetlerinin değeri düşer. Yüksek enflasyon döneminde tahvil ihraç etmek de güçleşir. Yatırımcılar reel varlıkları tercih ederler. Tahvili tercih edenler de vadenin kısılmasını isterler. Türkiye’de bu sebeplerden dolayı menkul kıymet talebi olumsuz etkilenmekte ve sermaye piyasasının fonları yeterli derecede yükselmemektedir. 2000 yılı itibariyle Türkiye dünyada Brezilya’nın ardından en yüksek enflasyona sahip ikinci ülke durumundadır.⁴⁵

Enflasyon ülkemizde gelir dağılımını da olumsuz etkilemektedir. Düşük gelirli grubun sayısı artarken yüksek gelir grubunun milli gelirden aldığı pay artmaktadır. Sonuç olarak tasarruf eğilimi düşmekte ve sermaye piyasasına akan fonlar yetersiz kalmaktadır.

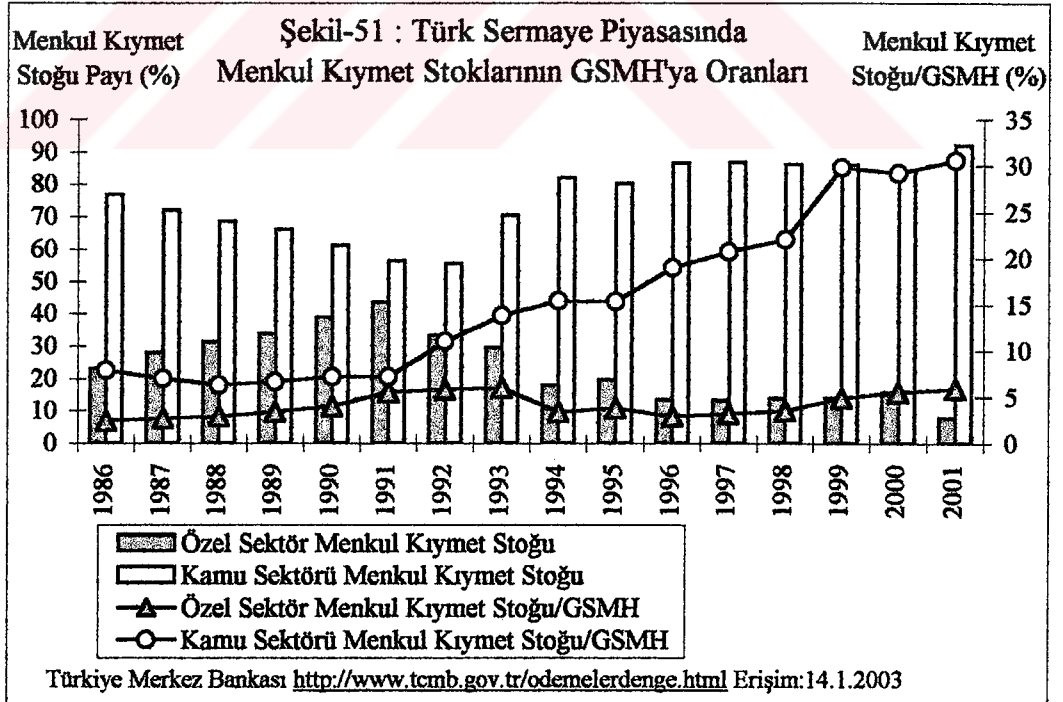
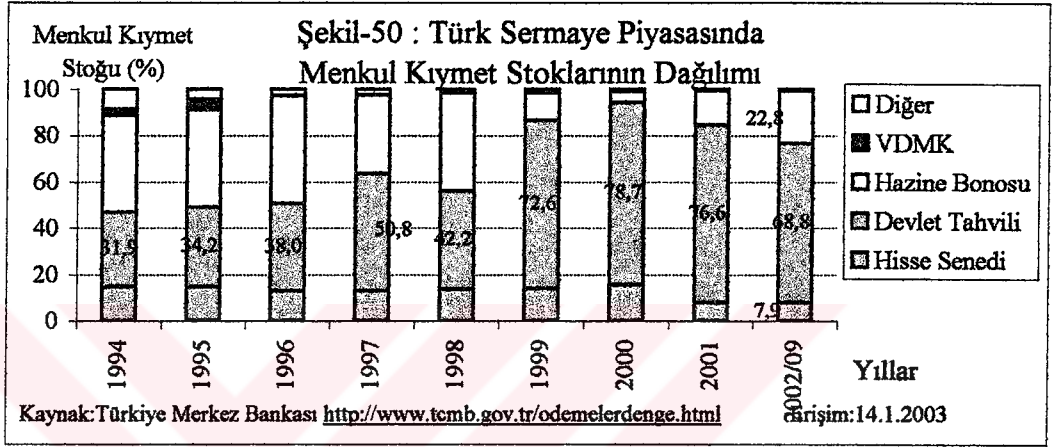
7.4.1.3. Kamu Kesimi Borçları

Türkiye’de ekonominin bir diğer ciddi sorunu kamu kesimi borçlarıdır. Sermaye piyasası fonlarına kamu kesiminin hakim olması piyasalarda fiyat ve getiri dengelerini bozmakta, istikrarsız iniş ve çıkışlara neden olmaktadır. Bunun sonucu olarak özel kesimin kullanabileceği miktar çok azalmakta, şirketler pahalı fon kaynaklarına yönelmektedirler.

Şekil-50, Türkiye’de menkul kıymet stoğunun yıllar itibariyle değişimini göstermektedir. 1994 yılında hisse senedi stoğunun toplam menkul kıymet stoğu içindeki payı %15, devlet tahvilinin %32, hazine bonosunun ise %42’dir. Ancak daha sonraki yıllarda hisse senedi ve hazine bonosu stoğunun gittikçe azaldığı, buna karşın devlet tahvili stoğunun ise gittikçe arttığını görmekteyiz. Büyük

⁴⁵ Standard & Pools, a.g.e., s.6.

kaynaklar aktarılan altyapı yatırımlarının (GAP Projesi, köprüler, otoyollar vb.) geri ödeme süresinin uzun olması, artan KİT açıkları ve personel giderleri, kamu borçlanma gereğini daha da artırmıştır. Kamu finansman ihtiyacı; iç borçlanma, dış borçlanma ve ülke içine yabancı sermaye girişini hızlandırıcı politikalar (yüksek faiz, düşük kur vb.) ile karşılanmaya çalışılmıştır. Kamu kesimi en çok tahvil ile borçlanırken, özel kesim en çok hisse senedi ile fon toplamıştır.



2001 Eylül ayı itibariyle Türk sermaye piyasasındaki toplam menkul kıymet stoku içinde özel sektör menkul kıymetlerinin payı sadece %8'dir. Bu oran içinde

özel sektör tahvilinin payı son derece küçüktür. Kamu kesimi menkul stoğunun GSMH'ye oranı %31 iken, özel sektör menkul kıymet stoğunun GSMH'ye oranı sadece %6'dır.

Özel sektörün tahvil ihraç edememesinin en önemli nedeni, sürekli enflasyon ortamında kamu borçlanma araçlarının dışlama etkisi yaratmasıdır. IMF programında özel sektör tahvil piyasasını geliştirici, düşük maliyetli tahvil ihraçlarına zemin hazırlayan unsurlar uygulamaya konmuştur.

Türkiye'de piyasalarda oluşan faiz oranı ile kamu sektörü borçlanma gereği arasında doğrusal bir ilişki bulunması, İMKB'nin performansını da buna bağlı olarak etkilemektedir. Yüksek kamu borçlanma ihtiyacı, reel faizler üzerinde baskı oluşturmaktadır. Devlet, artan borçlanma ihtiyacını, kendi borçlanma senetlerine verdiği yüksek faizlerle karşılamaya çalışmaktadır. Devletin geriye ödememe riski düşük olsa da, ileriye dönük belirsizlikler nedeniyle yatırımcılar enflasyon ve kur riskinden korunmak amacıyla yüksek faiz talep etmektedirler. Yüksek faizler bankalar ve yatırımcıları kamu kesimince ihraç edilen kağıtlara yönlendirmekte, bu da hisse senetlerine olan talebi olumsuz yönde etkilemektedir.

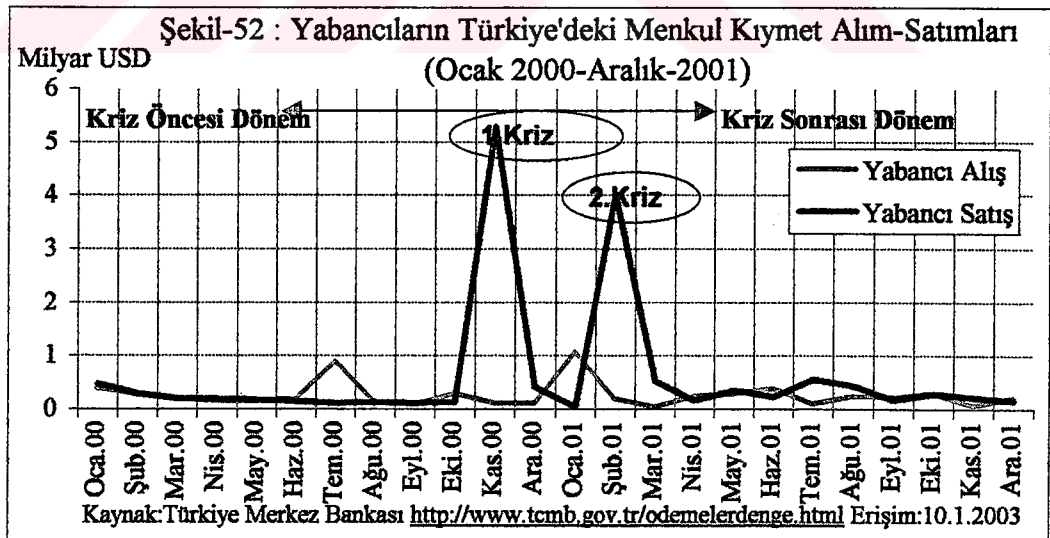
Kamu kesiminin borçlanma gereğinin azalması için, devlet lüks ve verimsiz harcamalarını kısmalı, popülist politikalarından vazgeçmeli ve gerekli önlemler alınmalıdır.

7.4.1.4. Sermaye Çıkışlarındaki Serbestlik

Sermaye hareketlerinde herhangi bir sınırlamanın getirilmemesi, yabancı sermayeyi ülkeye sokmak açısından faydalı gözükse de, özellikle finansal kriz zamanlarında sıcak paranın başka piyasalara kaçması, krizin boyutunu daha da etkilemektedir. Buna verilecek en iyi örnek, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleridir.

Sermaye hareketleri bakımından ilk tehlike sinyalleri Eylül 2000'de, net sermaye hesabının negatife dönmesi ile ortaya çıkmıştır. Buna karşılık Ekim içinde geçici ve aldatici bir düzelme meydana gelmiştir. Yerli aktörlerin yurt dışındaki portföy yatırımları bu ay içinde de devam etmiş; kayıt dışı sermaye çıkışı önemli boyutlara ulaşmış; yabancıların banka mevduatında da önemlice bir erime meydana gelmiştir (bu üç ögenin temsil ettiği net sermaye akımı -1,4 milyar USD'dir); ancak diğer kalemlerdeki olumlu gelişmeler Ekim'de net sermaye girişini pozitif değerlerde tutmuştur.

Tabloyu tamamen tersine çeviren ilk darbe 2000 yılının Kasım ayında yabancıların net 5,2 milyar USD menkul değer satarak dışarıya çıkarmaları ile gerçekleşmiş ve bu şok, hemen hemen olduğu gibi rezervlerdeki erimeye yansımıştır. Aralık 2000-Ocak 2001 aylarında IMF'den gelen paranın da katkısıyla sermaye hareketlerinde geçici bir istikrar sağlanmıştır. Ocak 2003'de yabancı alımları 1 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Krizin Şubat ayağında ise yabancılar net 4 milyar USD'lik menkul kıymet satışı gerçekleştirmişlerdir (bkz. Şekil-52).



Kriz öncesinin on ayını, sonraki sekiz ay ile karşılaştırırsak, Türkiye ekonomisinin net sermaye çıkışları nedeniyle karşılaştığı şokun büyüklüğü ortaya çıkmaktadır: Ocak-Ekim döneminde yabancı net sermaye akımları +4,2 milyar

USD⁴⁶, Kasım 2000-Haziran 2001 süresinde -11,2 milyar USD'dir⁴⁷. İki büyüklük arasındaki fark, yani yaklaşık 15,4 milyar USD, bu iki dönem arasında ekonominin yabancı sermaye hareketleri dolayısıyla karşılaştığı negatif şokun büyüklüğünü ifade etmektedir.

Bu büyüklükler, finansal krizin oluşumuna sermaye hareketlerinin katkısını açıkça ortaya koymaktadır. Sermaye hareketlerinde GSMH'nin %12'si dolaylarında bir yön değiştirmenin parasal büyüklüklerde, faiz hadlerinde ve finansal sistemde yaratacağı şoklar gayet açıktır. Cari açığın sürdürülemeyeceğini, dolayısıyla döviz kuru hedeflerinin inandırıcı olmaktan çıktığını algılayan yabancı yatırımcılar, batacak gemiyi erkenden (devalüasyon öncesinde) terketmişlerdir. Yapısal reformlardaki gecikmeler dış finans çevrelerinin Türkiye'ye olumsuz bakmalarına ve sermaye akımının tersine dönmesine yol açmıştır.

Sıcak para ülkeye girerken oyunun kuralları belirlenmemişse, ülkeden çıkarken ona dur demek mümkün değildir. İşte o sırada yani sıcak paranın ülkenin yerel para biriminden dövize döndüğü ve yurtdışına gittiği esnada kriz çıkmaktadır. Ancak sıcak paranın bu dezavantajlarından kurtulmak için bazı tedbirler alınmalıdır. Mesela sıcak paraları vadeye bağlamak ve spekülasyon pozisyonundan oluşan sermaye kazançlarını, pozisyon değişiminde ve yurtdışına çıkışta vergilendirmek gibi tedbirler düşünülebilir.

7.4.1.5. Vergi Sistemindeki Sorunlar

Türkiye'de özellikle dar mükelleflerin menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları üzerinden elde ettikleri kazançların vergilendirilmesi tam bir açıklık kazanmamıştır. Bazı durumlarda dar mükelleflere uygulanan vergi oranları sıfır iken, bazen vergi kapsamına dahil edilmektedir. Dolaylı yabancı sermaye

⁴⁶ Yabancı portföy yatırımları 835 milyon USD, kısa vadeli banka kredileri 3,6 milyar USD, mevduat -0,3 milyar USD olarak gerçekleşmiştir.

(Türkiye Merkez Bankası <http://www.tcmb.gov.tr/odemelerdenge.html> Erişim: 10.1.2003)

⁴⁷ Yabancıların sıcak para çıkışları öncelikle menkul değerlerden (-8,6 milyar USD) ve daha düşük düzeylerde kısa vadeli banka kredileri (-1,7 milyar USD) ile mevduattan (-0,9 milyar USD) oluşmuştur. (Türkiye Merkez Bankası <http://www.tcmb.gov.tr/odemelerdenge.html> Erişim: 10.1.2003)

yatırımlarının ülkemize girişinin artırılması için dar mükelleflere ilişkin mevcut kanun uygulamalarının uyumlaştırılması ve kanunlarda yeknesaklığın sağlanması gerekmektedir.

7.4.1.6. Özelleştirme Hedeflerinin Tutturulamaması

Ülkemizde devletin ekonomideki ağırlığını azaltabilmek için yapılan özelleştirme çalışmaları günümüze kadar yetersiz kalmıştır. Özelleştirme hedeflerinin tutturulamamasındaki en büyük etken, hükümetlerin popülist politikalarından uzaklaşamamalarıdır.

KİT'lerin özelleştirilmesinde İMKB aracılığıyla hisse senedi satışı yönteminin kullanılması, piyasaların gelişimini artırıcı bir etki yaratacaktır. Blok veya borsada satışlarla, yabancı yatırımcılar Türkiye'de portföy yatırımı yapabilecekler ve böylece ülkeye girecek fon miktarında önemli artışlar kaydedilebilecektir.

Emekli ve yardım sandıklarının, sendikaların, düşük gelirliilerin pay senedi satışına katılması için özendirici, kolaylaştırıcı çalışmaların yapılması ile birlikte yabancıların satışlara katılmasını sağlayıcı düzenlemelerle yabancı borsalarda pay senedi satma uygulamalarına önem verilmelidir. Türkiye'nin önemli bir özelleştirme potansiyelinin olması ve sanayii şirketlerinin henüz istenilen ölçüde halka açılmamış olması önemli bir rekabet avantajıdır.

7.4.2. İMKB Kaynaklı Sorunlar

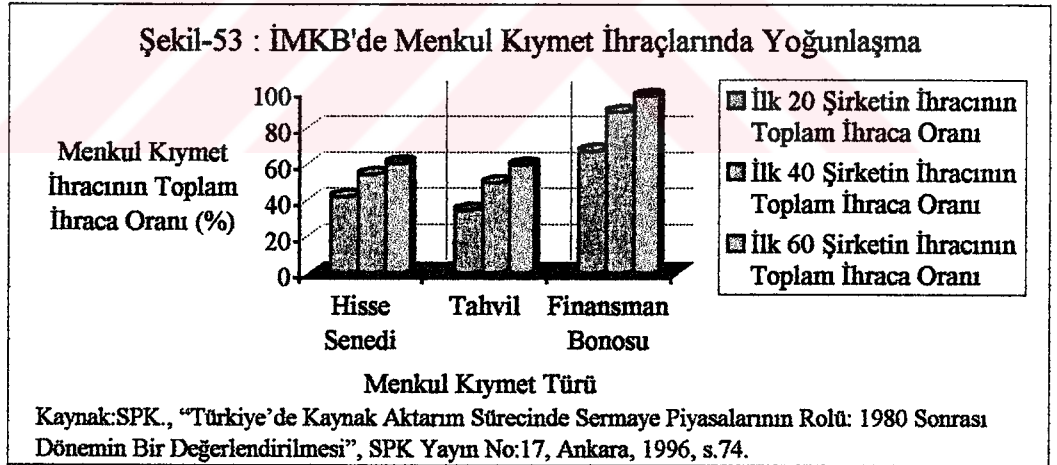
7.4.2.1. Kaynak Dağılımındaki Yüksek Yoğunlaşma

Türk sermaye piyasasının önemli sorunlarından bir tanesi de yüksek yoğunlaşma oranıdır. Ülkemizde sermaye piyasası kaynakları az sayıda şirket ve belli gruplar tarafından kullanılmaktadır. Şekil-53'de menkul kıymet ihraçlarında

bulunan ilk 20, ilk 40 ve ilk 60 şirketin ihraç tutarının toplam ihraç tutarı içindeki payları incelenmiştir.

Şekil-53'de görüldüğü gibi, hisse senedi toplam ihraç tutarları ele alındığında ilk 20 şirketin payı %42, ilk 40 şirketin payı %54, ilk 60 şirketin payı %60,6'dır. İlk 20 şirketin toplam şirket sayısına oranı %1,31 iken ihraç miktarı içindeki payı %42'dir. Tahvil ihracında ilk 20 şirket toplam tahvil ihracının %34,7'sini, ilk 40 şirket %49,8'ini ve ilk 60 şirket ise %59,7'sini gerçekleştirmektedir.

Tahvil ve hisse senedinde birbirine paralel bir yoğunlaşma varken, finansman bonosundaki yoğunlaşma oranı daha da artmaktadır. İlk 20 şirket toplam finansman bonusu ihracının %67,3'ünü, ilk 40 şirket %89,1'ini gerçekleştirirken ilk 60 şirket neredeyse tamamına yakını (%97,8'ini) gerçekleştirmektedir.



7.4.2.2. Kurumsal Yatırımcıların Eksikliği

Gelişmiş piyasalarda kurumsal yatırımcıların sermaye piyasası içinde önemli rolleri bulunmasına karşın, Türk sermaye piyasasında katılımı son derece zayıftır. Bu konuda yasal esaslar belirlenmiş; yatırım fonu kurma yetkisi bankaların yanı sıra aracı kurum, sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kurumlarına da tanınmıştır. Ancak Türkiye'de sigorta sektörünün henüz yeni gelişiyor olması

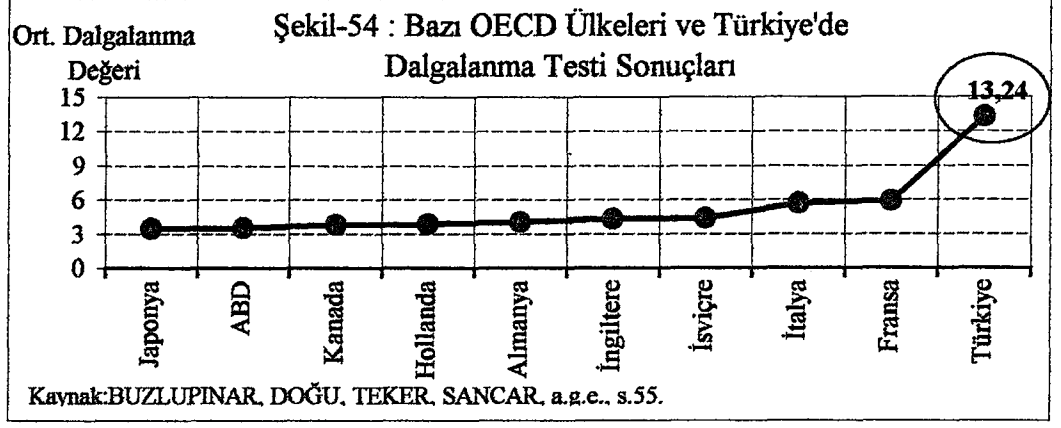
ve sosyal güvenlik kurumları ile özel emeklilik sandıklarının işleyiş bozukluklarından kaynaklanan sorunlar, kurumsal yatırımcıların piyasalara etkin katılımını engellemektedir. Sigorta şirketleri ve emekli sandıklarının, hisse senedi ve A tipi yatırım fonlarına ait katılma belgeleri alım satımından elde ettikleri kazançlar için, kurumlar vergisinden muaf tutularak hisse senedi piyasası desteklenmiştir. Sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kurumlarının yasal düzenlemelerinin yenilenmesi ve kanunlarda eksik ve değiştirilmesi gereken prosedürlerin revizyonu, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarına katılımını daha etkin bir hale getirebilecektir. Özel emeklilik fonlarının kurulması halinde, fon portföylerinde hisse senetlerine asgari oranda pay ayrılması ile sermaye piyasalarının kurumsallaşması hızlanacaktır. 1999 yılı itibariyle AB üyesi ülkelerdeki emeklilik fonlarının toplam varlıklarının 3 trilyon USD olduğu göz önüne alındığında, Türkiye'nin sosyal güvenlik sistemi reformlarını en kısa sürede hayata geçirmesi gerektiği açıktır.

7.4.2.3. Yüksek Volatilité

Volatilité, hisse senetlerinin getiri dalgalanmasıdır. Hisse senetlerinin iki tür getirisi vardır. Bunlardan ilki temettü gelimidir. Senet sahibi şirketin kâr dağıtımını o şirketin kârlılığna bağılıdır. Ancak temettülerdeki bir düşüş, mutlaka kârlılığın azalması anlamına gelmez çünkü şirket, yatırımlarını artırmış da olabilir. Öte yandan hisse senetlerinin ikinci getirisi dışsal gelişmeler veya talebin değişmesine bağılıdır. Şirketin ekonomik durumuna ilişkin haberler talebi etkiler ve hisse senedinin fiyatı değişir. Bu da ikinci bir getiri sağlar. Bu haberlerin sık sık değişmesi, piyasalarda getiri dalgalanmaları yaratır. Elbette şirketlerin ekonomik durumu çok sık değişmeyeceğine göre bu dalgalanmalar spekülasyonu gösterirler. Hisse senedi getirilerini ölçen bir çalışmada, OECD ülkelerindeki piyasalarla İMKB karşılaştırılmıştır. Bu testin sonuçları aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Şekil-54'e göre, Türkiye OECD ülkelerinin hisse senedi piyasalarına göre yaklaşık üç kat daha fazla dalgalanma gösteren bir borsaya sahiptir. Dolayısıyla

İMKB güven telkin eden değil, caydırıcı bir piyasa olmaktadır. Talep düşünce spekülasyon daha kolaylaşmakta ve bir kısır döngü doğmaktadır.⁴⁸



Piyasa getiri dalgalanmasının yüksek oluşu, riskten kaçınan küçük yatırımcı ve diğer kurumsal yatırımcıları piyasadandan uzak tutarken, piyasayı kısa vadede yüksek getiri bekleyen ve ani fiyat hareketlerini kendi lehine çevirmeye çalışan spekülasyonörlerin inisiyatifine bırakmaktadır.

7.4.2.4. Kalıcılık (Persistence) Etkisi

İMKB'nin diğer bir sorunu da getiri dalgalanmasının dönem içerisinde gösterdiği kalıcılık etkisidir. Kalıcılık etkisi, ortaya çıkan şokların kısa zamanda kaybolmaması ve önemini kısa sürede kaybetmemesidir. Yüksek dalgalanmalı dönemler kısa dönemde atlatılamayınca hisse senedi piyasasına olan talep ciddi bir biçimde azalır. Yapılan araştırmalar⁴⁹ İMKB'nin piyasa getirisinin dalgalanmasının kalıcı olduğunu göstermektedir.

7.4.2.5. İMKB'nin Yeterince Etkin Olamaması

Hisse senedi fiyatlarının oluşmasında; ya genel ekonomik durum (o yılki üretim düzeyi, ekonomik durgunluk, aşırı büyüme vb.) ya da şirketlerin o

⁴⁸ İTO., "İMKB'nin Sorunları ve Gelişmesi İçin Önlemler", Yayın No:1993-23, İstanbul, 1993, s.31.

⁴⁹ y.a.g.e., s.38.

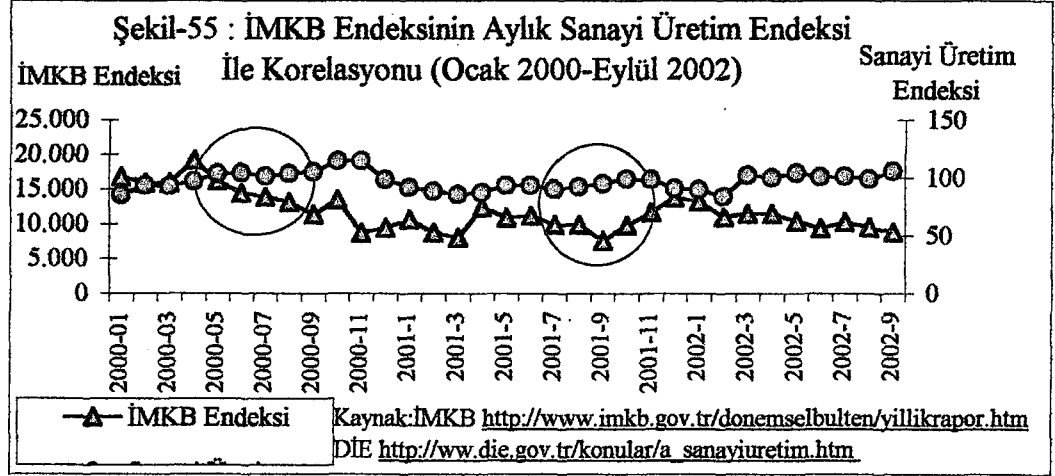
dönemde gösterdiği performans (temel analiz verileri) etkili olmaktadır. Etkin bir piyasada, yatırımcılar tarafından kolayca elde edilebilen bu bilgiler, hisse senedi fiyatlarının sık sık ve aşırı miktarlarda değişmesini engeller. Bir anlamda hisse senedinin piyasadaki fiyatı, şirket hakkındaki tüm bilgileri içerdiğinden olması gereken doğru fiyatıdır. Piyasanın bu anlamda etkin çalışması, yatırımcıların tasarruflarını doğru alanlara yöneltmesine yol açarken, sermaye birikiminin daha hızlı artmasına katkıda bulunur. Etkin olmayan piyasa, kamuya açıklanmamış bilgi ticaretine sebep olurken, hisse senedi fiyatlarında volatilitenin yüksekliğine ve borsada spekülasyonun ve manipülasyonun hızlanmasına yol açar. Etkin olmayan hisse senedi piyasası bu nedenle ülke içi tasarrufların artmasında bir rol oynamazken aynı zamanda ekonominin genel gelişimiyle ilişkisini de kaybeder.

Bugüne kadar İMKB'nin etkinliğini ölçen birkaç çalışma yapılmıştır. Dönemleri ve kullandıkları veriler açısından değişiklik gösteren bu çalışmalar genelde aynı sonucu vermektedir. Balaban ve Kunter'in parasal değişkenlerdeki günlük değişiklikleri kullanarak yaptıkları testlerin sonuçlarına göre İMKB etkinlik açısından ne zayıf ne de yarı güçlü bir durumdadır⁵⁰. Bir başka deyişle, Türkiye'deki hisse senedi fiyatları kamuya açıklanan bilgileri tam anlamıyla yansıtmamaktadır. Ayrıca temel ekonomik göstergelerin olumlu yönde gelişmediği dönemlerde, borsa endeksindeki hızlı ve ani yükselişler veya bunun tersi durum İMKB'nin yeterince etkin olmadığını bir göstergesi sayılabilir.

Şekil-55'de net bir şekilde görüldüğü gibi, aylık sanayi üretim endeksi⁵¹ ile İMKB endeksi arasındaki ilişki oldukça zayıftır. Bu olgu bir piyasa için oldukça olumsuz bir özelliktir. Oysa menkul kıymet piyasası ile reel kesim içiçe olmalı ve reel kesim, borsadaki fiyatlar üzerinde belirleyici olmalıdır.

⁵⁰ BALABAN, Ercan., CANDEMİR, H.Baturalp., KUNTER, Kürşat., "Stock Market Efficiency in a Developing Economy : Evidence From Turkey", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No:9612, 1996, s.353

⁵¹ Sanayi sektöründe meydana gelen gelişmelerin ve değişimlerin daha kısa sürede ölçülebilmesi ve takip edilebilmesi için seçilmiş önemli sanayi maddelerinin aylık üretimleriyle, dayanıklı tüketim mallarının aylık üretim ve satış bilgileri vasıtasıyla hesaplanan bir indekstir.



7.4.2.6. Halka Açıklık Oranının Düşüklüğü

Halka açıklık oranları İMKB’de ödenmiş sermaye miktarına göre %5 ile %15 arasında iken, AB’de bu oran %25 seviyesindedir. AB üyesi ülkelerin şirketlerinin %75’i finansmanını bankacılık sisteminden, %25’i ise sermaye piyasalarından karşılamaktadır. Türkiye’de ise sermaye piyasası olanaklarından yararlanan şirket sayısı oldukça yetersizdir. Türkiye’deki 500 büyük şirketten ancak 122’si borsaya kotedir.⁵² Özellikle uzun vadeli sermaye piyasası borçlanma araçları ile fonlama yok denecek kadar azdır. Bu nedenle halka açıklık oranlarının yükseltilmesini destekleyici düzenlemeler getirilmelidir. Örneğin sermaye piyasası mevzuatında kayıt ve raporlama istisnaları gibi esnek kurallar getirmek düşünülebilir. Ayrıca vergi teşvikleri, şirketlerin halka açılma dirençlerini kırıncaya kadar arttırılabilir.

7.4.3. AB Sermaye Piyasasına Uyum Sorunları

Sermaye hareketlerindeki liberalizasyona ilişkin Türkiye’deki mevcut hukuki düzenlemeler ile Avrupa Birliği’nin söz konusu kanun ve direktifleri arasında uyum sağlamak açısından büyük farklılıklar bulunmamaktadır. Bu bağlamda, Türkiye’nin AB’ye muhtemel tam üyeliği için sermaye hareketleri

⁵² SANCAK, İ.Ethem., “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları”, SPK Araştırma Raporu, 1999, s.12.

alanında uyum sağlamada hukuki düzenlemeler açısından önemli bir probleminin olmadığını söylemek mümkündür.

Türkiye’de profesyonel ve bireysel yatırımcı tanımı ve ayrımı mevzuatta belirgin olarak yapılmamıştır. AB, bu iki yatırımcı tipi arasındaki ayrımın belirginleştirilmesini yatırımcıların korunması açısından birincil derecede önemli görmektedir. Bu nedenle SPK tarafından böyle bir düzenlemenin yapılması AB sermaye piyasalarına uyum açısından önemli olmaktadır.

AB sermaye piyasalarında, grup şirketlerinin birbirleriyle ilişkilerinde “basiretli yönetim” prensibinin uygulanması ve grup şirketlerine yönelik denetimin etkinleştirilmesi, üzerinde önemle durulan bir diğer konudur. Türkiye’de konsolide mali tablolar dışında grup şirketlerine ilişkin olarak özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu konunun SPK tarafından özel bir tebliğle düzenlenmesi gereklidir.

Elektronik ticaretin önemi tüm dünyada artmaktadır. Ancak bu işlemlerin güvenliğinin sağlanması da diğer bir önemli konudur. AB üyesi devletler bu amaçla elektronik imza konusunda ulusal düzenlemeleri yapmaya başlamışlardır. Türkiye’de ise elektronik imza konusu SPK’nın görev ve yetkileri arasındadır. Söz konusu yetkiye dayanılarak konunun SPK tarafından ele alınması ve düzenlenmesi gerekmektedir.

Avrupa Borsaları ile bütünleşmede önemli rekabet unsurlarından biri de takas-saklama hizmetleridir. Birlik çapında bu hizmetler özellikle sınırötesi işlemlerin artması ile birlikte önem kazanmıştır. Bu konuda Avrupa borsalarında da önemli reform çalışmaları yapılmaktadır. İMKB’de takas-saklama işlemleri İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından yürütülmektedir. Şu anda işlem gününe ait ödeme ve takaslar T+2, yani işlem gününden iki gün sonra yapılmaktadır. AB içinde ise T+3 uygulaması ağırlık kazanmaktadır (bkz. Bölüm 5.1.1.8). Ancak Türkiye’de enflasyon ve gecelik faizlerin yüksek olması bunu bir

ölçüde zor kılarken, sınırlı yatırımlarda ödemelerin kolaylığı açısından uygun süre T+3'dür. Bu açıdan T+3'e geçilmesi uygun olacaktır.

Sermaye piyasalarında vergilendirme konusunda AB genelinde de henüz ortak bir norm yaratılmamış olmakla birlikte Türk vergi düzenlemelerinde Birlik ülkelerine oranla çok sayıda vergi istisnası ve avantajı olduğu görülmektedir. Bu nedenle vergi konusunda da oluşturulacak Birlik normlarına uyum sağlanması gerekecektir.

Türkiye'de bazı muhasebe kurallarının, uluslararası muhasebe standartlarından farklılıklar taşıdığı görülmektedir. Enflasyon muhasebesi, leasing sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi, yapı sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi yöntemleri bunlardan bazılarıdır. Bu kapsamda SPK'nın, sermaye piyasasına tabi şirketler açısından, muhasebe kurallarının tamamının uluslararası muhasebe standartlarına göre belirlenmesini sağlayıcı düzenlemeler yapması gerekmektedir.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Sermaye piyasası küçük ve dağınık tasarrufları birleştirerek sanayiye finansal kaynak aktaran bir sistemdir. Sanayileşme için ihtiyaç duyulan yatırımlar çoğunlukla orta ve uzun vadeli fonları gerektirir. Sermaye piyasasında orta ve uzun vadeli fon arz edenler ile bu fonları talep edenler aracı kurumlar aracılığıyla ve menkul kıymetler vasıtasıyla fon alışverişinde bulunurlar. Böylelikle sermaye piyasası finansal kaynakların verimli bir şekilde kullanılmasına yardımcı olur. Sermaye piyasası aynı zamanda sermayenin mülkiyetini tabana yaydığı için daha adil bir gelir ve servet dağılımını sağlamakta faydalıdır.

Sermaye piyasasının kaynağı olan tasarrufların veya orta ve uzun vadeli fonların ana kaynağı yurtiçindeki kişi ve kurumlardır. Bununla beraber güvenilir ve istikrarlı bir sermaye piyasasına yabancı ülkelerdeki fonlar da gelebilir. Sermaye piyasasının yabancı fonları kullanabilmesinin en önemli yollarından birisi, diğer sermaye piyasaları ile entegrasyondan geçmektedir. Sermaye piyasaları buldukları ülkelerin ekonomik, teknolojik ve hukuki yapılarına göre farklılık gösterirler. Entegrasyon, bu piyasaların karşılıklı uyum içinde çalışabilmeleri için aradaki farklılıkların giderilmesi veya azaltılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi esasına dayanmaktadır. Entegre olmuş sermaye piyasaları bir düzen içinde ve birbirini bütünlük bir tarzda çalışabilecektir. Nitekim son yıllarda sermaye piyasalarının çoğunun entegrasyon için gerekli teknolojik ve hukuki düzenlemeleri yaptıkları görülmektedir. Doğu Asya ve Avrupa Birliği sermaye piyasalarında gerçekleştirilen düzenlemeler, entegrasyon konusunun ne derecede önemli olduğunu göstermektedir.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin özellikle dolaylı yabancı sermaye yatırımları bakımından daha cazip hale geldikleri ortadadır. Bunun başlıca nedeni olarak, gelişmiş piyasalardaki fon fazlalığının kârlı bir şekilde değerlendirilebilmesi amacıyla dış piyasalara yönelmesi ve dış piyasalar içinde risk-getiri profiline uygun olarak en optimum yatırımların oluşturulacak portföylere dahil edilmesi gösterilebilir. Çalışmanın dördüncü bölümünde

belirtildiği üzere, getiri korelasyonları dikkate alınarak gelişmekte olan ülke borsalarına uluslararası portföylerde uygun payların ayrılması optimum fayda olanağı sağlamaktadır.

Türk sermaye piyasası, dünya üzerinde yasal düzenlemeler ve teknik altyapı açısından gelişmiş sermaye piyasaları düzeyinde bir yapıya sahiptir. Ayrıca Türkiye, dünya üzerindeki en liberal döviz rejimine sahip ülkelerden biridir. Ancak bu olumlu yanlarına karşın, dış yatırımcıların ülkemizde uzun vadeli portföy yatırımlarının düşük miktarda olması Türkiye ekonomisinin ve sermaye piyasasının sorunlarından kaynaklanmaktadır. Bazıları uzun yıllardan beri çözölemeyen bu sorunlar, sermaye piyasamızın güvenilirliğini azaltmakta ve uzun vadeli plan yapabilmeyi engellemektedir.

Öntümüzdeki yıllarda OECD ölkelerinin daha sıkı para politikaları uygulaması beklenmektedir. Bu durum gelişmekte olan ölkelere gidecek dolaylı yabancı sermayeyi düşörecektir ve bu ölkeler arasında bu sermayeyi çekmek için yoğun bir rekabet yaşanacaktır. Ekonomik ve siyasi istikrarını koruyabilen ölkeler bu yarışta kazanacaklardır. Bu açıdan yabancı sermayeyi Türkiye'ye çekmek için yapılması gereken; hayatın her alanında istikrarı oluşturmak ve oluşturulan istikrarın kalıcı olacağı konusunda potansiyel yabancı yatırımcıları ikna etmektir. Türkiye, ev ödevlerini aksatmadan yerine getirdiği takdirde, yabancı sermaye davet edilmese bile kendiliğinden gelecektir. Yabancı sermayenin gelmesiyle istikrarı yakalamak değil, istikrarı yakaladıktan sonra yabancı sermayenin gelmesi hedeflenmelidir. Bu noktada Türkiye'nin yapacağı ev ödevleri aşağıda kısaca anlatılmıştır.

Sermaye piyasasından ve İMKB'den istenilen verimin alınabilmesi için önce temel makro-ekonomik göstergelerin düzelmesi, enflasyonun ve faizlerin aşağıya çekilmesi, bunun için de daha önce bahsedilen bütçe açıklarına sebep olan unsurların ortadan kaldırılması gerekmektedir. Makro-ekonomik göstergelerde düzelme ve istikrar sağlandığı sürece, borsadan uzun vadeli ve istikrarlı bir yükseliş trendi ve etkinliğinin artması beklenebilir.

Bugüne kadar Türkiye’deki dolaylı yabancı sermaye yatırımları, daha çok kısa süreli ve piyasa koşullarından doğan fırsatları değerlendirmek amacıyla yapılmış görüntüsü vermektedir. Kısa süreli gelecek sıcak paranın ekonomiye olası olumsuz etkileri göz önünde bulundurularak, yabancı portföy yatırımlarını uzun süreli nitelikte ülkeye çekebilmek amaç olmalıdır. Sıcak paranın dezavantajlarından kurtulmak için bazı tedbirler alınmalıdır. Örneğin sıcak paraları vadeye bağlamak ve spekülâtif pozisyondan oluşan sermaye kazançlarını, pozisyon değişiminde ve yurtdışına çıkışta vergilendirmek gibi önlemler düşünülebilir.

Anonim şirketlerin menkul kıymet ihracı suretiyle sermaye temin etmelerinde en önemli araç halka açılma olarak görülmektedir. Ancak Türkiye’de birçok şirket henüz kurumsallaşmamış ve sıkı kurallara tabi olmaya hazır değildirler. Bu nedenle halka açılma sürecinde hazırlık kapsamında şirketlere esnek düzenlemeler ve yeni piyasalar getirilebilir. Bu kapsamda yurtdışı uygulamalarda görüldüğü gibi, “tahsisli satış piyasaları” veya “özel piyasalar” oluşturmak, sermaye piyasası mevzuatında kayıt ve raporlama istisnaları gibi esnek kurallar getirmek düşünülebilir. Ayrıca vergi teşvikleri, şirketlerin halka açılma dirençlerini kırıncaya kadar arttırılabilir.

Özelleştirme çalışmalarının ekonomide verimliliği artırıcı yönde gerçekleştirilmesiyle, Türk sermaye piyasasının da sağlıklı ve etkin işleyişi sağlanabilecektir. Türk sermaye piyasasının dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının da kazandıracığı ivme ile gelişmiş ülke piyasalarının seviyesine gelebilmesi, özelleştirme ve vergi politikalarıyla yakından ilgili olmaktadır. Özelleştirme girişimleri ile yabancı yatırımcının dikkatini çeken Türkiye, rekabetçi ortamın oluşturulmasına paralel vergi politikalarında da açıklığı sağlamalıdır.

Gelişmiş piyasalarda sermaye piyasasının vazgeçilmez kurumları arasında olan sosyal güvenlik kuruluşlarının, sigorta şirketlerinin ve emeklilik fonlarının katılımları ülkemizde yetersizdir. Bu kurumların zaten zayıf olan mevcut

fonlarının büyük bir kısmı sermaye piyasasının dışında değerlendirilmektedir. Özel emeklilik fonlarının kurulması halinde, fon portföylerinde hisse senetlerine asgari oranda pay ayrılması ile sermaye piyasalarının kurumsallaşması hızlanacaktır. Türkiye'nin sosyal güvenlik sistemi reformlarını en kısa sürede hayata geçirmesi gerekmektedir. Piyasada likidite ve güven sağlama gibi önemli fonksiyonları olan yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasına etkin katılımı, Türkiye'nin uluslararası sermaye piyasalarında rekabet gücünü artırıcı rol oynayacaktır.

Sermaye piyasası fonlarına kamu kesiminin hakim olması piyasalarda fiyat ve getiri dengelerini bozmakta, istikrarsız iniş ve çıkışlara neden olmaktadır. Kamu kesiminin borçlanma gereğinin azalması için, devlet lüks ve verimsiz harcamalarını kısmalı, popülist politikalarından vazgeçmeli, devletin ekonomi ve sermaye piyasası içindeki payı azaltılmalıdır.

Türk sermaye piyasasının sorunları giderildiği takdirde ilerlemesine hızla devam edecek ve dünyanın gelişmiş piyasaları arasındaki yerini alacaktır.

KAYNAKÇA

❖ KİTAPLAR

1. BAŞOĞLU, Ufuk., ÖLMEZOĞULLARI, Nalan., PARASIZ, İlker., **Dünya Ekonomisi: Küreselleşme, Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi**, Ezgi Kitabevi, Bursa 1999.
2. BUZLUPINAR, Elif., DOĞU, Murat., TEKER, Bahadır., SANCAR, Yasemin., **OECD Ülkelerinde Menkul Kıymetler Piyasaları; Organizasyon ve Düzenlemeler**, SPK Yayın No:51, Ankara, 1996.
3. CEYLAN, Ali., **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi Yayınları, 3.baskı, Bursa, 1998.
4. ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol., **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul 1993.
5. ÇITAK, Serdar., **ABD Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar, Düzenleme, Organizasyon, Denetim**, SPK Yayın No: 121, Ankara, 1998.
6. DOĞU, Murat., **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, SPK Yayın No: 27, Ankara, 1996.
7. ERDOĞAN, Oral., **Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli**, İMKB Yayın No:2, İstanbul, 1994.
8. KARSLI, Muharrem., **Sermaye Piyasası-Borsa-Menkul Kıymetler**, İrfan Yayıncılık, İstanbul, 1994.

9. **KEPPLER, Michael., Emerging Markets Research, Strategies and Benchmarks, Mc Graw Hill, New York, 1997.**
10. **KILIÇ, Saim., Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, SPK Yayın No: 95, Ankara, 1997.**
11. **KORUYAN, Adil., Sermaye Piyasası, Taraflar, Kurumlar, İşlemler, İzmir, 2001.**
12. **KÜÇÜKSÖZEN, Cemal., Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPK Yayın No: 131, Ankara, 1999.**
13. **SEYİTOĞLU, Halil., Uluslararası Finans, Güzem Yayınları, İstanbul, 1997.**
14. **STONHAM, Paul., Global Stock Market Reforms, Gower Publishing Company Ltd., Londra, 1987.**
15. **TEZCANLI, Meral Varış., ERDOĞAN, Oral., Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İMKB, İMKB Yayınları, İstanbul, 1996.**
16. **UZUNOĞLU, Sadi., ALKİN, Kerem., GÜRLESEL, Can Fuat., Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası, İMKB Yayın No:10, İstanbul, 1997.**
17. **UZUNOĞLU, Sadi., ALKİN, Kerem., GÜRLESEL, Can Fuat., Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ükelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İMKB Yayın No:6, İstanbul, 1995.**
18. **ÜNAL, Targan., Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları, İTO Yayın No: 1991-23, İstanbul, 1991.**

19. VURGUN, Kudret., **Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler**, İMKB Yayın No: 4, İstanbul, 1995.

20. YILMAZ, Celali., **Sermaye Piyasasında Vergilendirme**, SPK Yayın No:23, Ankara, 1996.

21. YILMAZ, M.Kemal., **Hisse Senetleri Opsiyonları ve İMKB’de Uygulanabilirliği**, İstanbul,1998.

❖ MAKALELER

1. DAĞLI, Hüseyin., “Türkiye’nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İşletme ve Finans Yayınları, Ankara, 1996.

2. ERRUNZA, Vitang R., LOSQ E., “International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test”, **Journal of Finance**, v.40, 1985.

3. GÖKDEMİR, Neslihan., “Uluslararası Piyasalara Entegrasyon İçin Büyük Düşünmek ve Büyük Oynamak Gerekli”, **Dünya Gazetesi**, Mart 1992.

4. RYDEN, Bengt., “Borsaların Özelleştirilmesi: Stockholm Borsası Deneyimleri”, **İMKB Dergisi**, Sayı: 3, Temmuz/Eylül 1997, İstanbul.

5. KORKMAZ, Turhan., “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü”, **İMKB Dergisi**, Sayı:17, Ocak/Şubat/Mart 2001, İstanbul.

6. TEZCANLI, Meral Varış., KÜÇÜKÇOLAK, Ali., ERDOĞAN, Oral., ÖZER, Levent., “AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB’nin Gelişimi”, **İMKB Dergisi**, Sayı:14, Nisan/Mayıs/Haziran 2000, İstanbul.

❖ RAPORLAR ve SÜRELİ YAYINLAR

1. **COZZINI, Angela**, “Cross Border Capital Flows”, FIBV Conference, Milano, 1994.
2. **BALABAN, Ercan., CANDEMİR, H.Baturalp., KUNTER, Kürşat.**, “Stock Market Efficiency in a Developing Economy : Evidence From Turkey”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No:9612, 1996.
3. **FIBV**, “FIBV Factbook-1999”, FIBV Publications, 1999.
4. **IFC**, “Emerging Stock Markets Factbook-1998”, IFC Publications, Washington D.C., 1998.
5. **İMKB.**, “Borsa Terimleri Sözlüğü”, İstanbul, 2002.
6. **İMKB.**, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye”, İMKB Yayın No:3, 1994.
7. **İMKB Dergisi**, Sayı: 3, Temmuz/Ağustos/Eylül 1997, İstanbul.
8. **İMKB Dergisi**, Sayı: 12, Ekim/Kasım/Aralık 1999, İstanbul.
9. **İMKB Dergisi**, Sayı: 14, Nisan/Mayıs/Haziran 2000, İstanbul.
10. **İMKB Dergisi**, Sayı: 17, Ocak/Şubat/Mart 2001, İstanbul.
11. **İMKB Dergisi**, Sayı: 20, Ekim/Kasım/Aralık 2001, İstanbul.
12. **Institutional Investors**, “Institutional Investors Statistical Yearbook”, 1999.

13. **SANCAK, İEthem.**, “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları”, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1999.

14. **SPK**, “Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi”, SPK Yayın No:17, Ankara, 1996.

15. **Standard & Poors.**, “Emerging Stock Markets Factbook-2001”, Mc Graw Hill, New York, 2001.

16. **TÜSİAD.**, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları Sempozyumu”, Yayın No:T/93, İstanbul, 1993.

17. **Yatırım Finansman Menkul Değerler.**, Ekonomi ve Finans Bülteni, Sayı:46, 2002.

❖ WEB SAYFALARI

1. Devlet İstatistik Enstitüsü

http://ww.die.gov.tr/konular/a_sanayiuretim.htm Erişim:08.01.2003

2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

<http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/bolum1.htm> Erişim: 6.1.2003

<http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/yillikrapor.htm> Erişim:10.1.2003

3. Sermaye Piyasası Kurulu

<http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulten>

Erişim:11.12.2002

4. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

<http://www.tcmb.gov.tr/odemelerdenge.html> Erişim:14.1.2003