

**GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE YABANCI  
YATIRIMCILARIN ROLÜ VE TÜRK SERMAYE  
PİYASASINDA ARACI KURUMLARIN YABANCI  
YATIRIMCILARA BAKIŞ AÇISI ÜZERİNE  
UYGULAMA**

**Bedriye DEĞİRMENCI**  
(Yüksek Lisans Tezi)  
Eskişehir, 2004

**GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE YABANCI YATIRIMCILARIN ROLÜ  
VE TÜRK SERMAYE PİYASASINDA ARACI KURUMLARIN YABANCI  
YATIRIMCILARA BAKIŞ AÇISI ÜZERİNE UYGULAMA**

**Bedriye DEĞİRMENCI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İşletme Anabilim Dalı  
Danışman: Prof. Dr. Güven SEVİL**

**ESKİŞEHİR  
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
OCAK 2004**

**YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ****GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE YABANCI YATIRIMCILARIN ROLÜ VE  
TÜRK SERMAYE PİYASASINDA ARACI KURUMLARIN YABANCI  
YATIRIMCILARA BAKIŞ ÜZERİNE BİR UYGULAMA****Bedriye DEĞİRMENCI****İşletme Finansman Anabilim Dalı****Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü; Eylül 2003****Danışman:Prof. Dr. Güven SEVİL**

Dünya üzerinde bilgiye ulaşmanın maliyeti her geçen gün azalmaktadır. Bilgiye ulaşmanın maliyetinin azalması ve kapılarını yabancı sermayeye kapatan bir çok ülkenin 1980'li yılların başından itibaren yabancı sermayeye kapılarını açmaları finans literatüründe "Gelişmekte Olan Piyasa" kavramını oraya çıkarmıştır. Çalışmamızda Dünya Bankası ve Uluslararası Finans Kurumu (IFC) verilerine göre Gelişmekte Olan Piyasa olarak tanımlan İMKB' deki yabancı sermaye portföy yatırımları incelenmiştir. Diğer gelişmekte olan piyasalar gibi İMKB' de, yabancı yatırımcılara yüksek risk ve getiri sunmaktadırlar. Çalışmamızda gelişmekte olan piyasa İMKB' deki yabancı yatırımcılar aracı kurumların gözüyle, yapılan anket çalışmasıyla incelenmiş ve istatistiksel sonuçlar ortaya konulmuştur.

## ABSTRACT

EMERGING MARKET, THE ROLE OF FOREIGN INVESTOR AT ISTANBUL STOCK MARKET AND AN APPLICATION UPON VIEWPOINT OF AGENTS INSTITUTION AT TURKISH CAPITAL MARKET ABOUT THE FOREIGN INVESTOR

BEDRİYE DEĞİRMENÇİ

MAIN SCIENCE BRANCH OF MANAGING FINANCE

ANADOLU UNIVERSITY SOCIAL ARTS INSTITUTION

15/01/2004

ADVISOR : PROF. DR. GÜVEN SEVİL

The cost of reaching the information in the world has been decreasing day by day. The decreasing cost of obtaining information and as of 1980's earl, the opening doors to foreign capital of many countries which they haven't had any relation with them have brought to light concepts of the emerging market and the developed market at finance literature. In our age, according to the World Bank and Internaional Finance Company ( IFC ) data. The foreign portfoy investments at Istanbul Stock Market called the emerging market have been examined. At Istanbul Stock Market like the emerging markets, the higher risk and income toward the foreign investors in respect to the other markets have been offered in our study. Istanbul Stock Market which is emerging market has been investigated in terms of foreign investor institution and the questionnaire taken iin advance and the statistic results have been come out.

## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

**Bedriye DEĞİRMENCİ'nin "Gelişmekte Olan Piyasa İMKB'de Yabancı Yatırımcıların Rolü ve Türk Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Yabancı Yatırımcılara Bakış Açısı Üzerine Uygulama" başlıklı tezi 12 Mart 2004 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.**

**İmza**

**Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Güven SEVİL**

**Üye : Yrd.Doç.Dr.Aslı AFŞAR**

**Üye : Yrd.Doç.Dr.Tufan ÇAKIR**

**Prof.Dr.Nurhan AYDIN**  
**Anadolu Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü**



## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iv
ÖZGEÇMİŞ.....	v
TABLolar VE ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDA YABANCI SERMAYE PORTFÖY YATIRIMLARI VE RİSK FAKTÖRLERİ

<b>1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE PORTFÖY YATIRIMLARI.</b>	<b>3</b>
1.1. Ödemeler Dengesi Sermaye Hareketleri.....	3
1.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri.....	4
1.2.1. Dolaysız Sermaye Yatırımları.....	4
1.2.2. Portföy Yatırımları.....	6
1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	8
<b>2. GLOBAL OLARAK SERMAYE PİYASALARI ARAÇLARI VE RİSK FAKTÖRLERİ</b> .....	<b>9</b>
2.1. Gelişmiş Piyasalar.....	10
2.2. Gelişmekte Olan Piyasalar.....	10
2.2.1. Gelişmekte Olan Piyasalarda Kullanılan Yatırım Araçları.....	14
2.2.2. Doğrudan Yatırım Araçları.....	15
2.2.3. Dolaylı Yatırım Araçları.....	18
2.2.3.1. Ülke Fonları.....	18

2.2.3.2. Depo Sertifikası.....	20
2.2.3.3. Vadeli İşlem Piyasası Araçları.....	21
2.3. Portföy Yatırımlarında Risk Faktörü.....	24
2.3.1. Sistematik Risk.....	25
2.3.2. Sistematik Olmayan Risk.....	27
2.3.3. Uluslararası Portföy Yatırımlarında Karşılaşılan Riskler.....	28
2.3.3.1 Global Risk.....	29
2.3.3.2. Ülke Riski ve Derecelendirme.....	30
2.3.3.3. Mikro Ekonomik Risk.....	32
<b>3. ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE ÇEŞİTLENDİRME.....</b>	<b>33</b>
3.1.Uluslararası Portföy Yatırımlarında Çeşitlendirme ve Uluslararası Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (ICAPM).....	33

## İKİNCİ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE YABANCI YATIRIMCILARIN KONUMU VE YATIRIM TERCİHLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

<b>1.YABANCI YATIRIMCILARIN İMKB' DEKİ PAYLARI.....</b>	<b>36</b>
1.1. Yabancı Yatırımcıların Tercih Ettikleri Sektörler.....	42
1.2.Yabancı Yatırımcıların İMKB' deki Tercih Ettiği Yatırım Araçları.....	42
1.3.Yabancı Yatırımcıların İMKB' deki Yatırım Davranışı.....	48
<b>2.YABANCI YATIRIMCI PROFİLİ.....</b>	<b>52</b>
<b>3.YABANCI YATIRIMCININ PİYASA SEÇİM KRİTERLERİ.....</b>	<b>57</b>

<b>3.1. Gelişmekte Olan Piyasa İMKB ve Özellikleri.....</b>	<b>57</b>
3.1.1. Piyasa Derinliği.....	59
3.1.2. Piyasa Getirisi.....	59
3.1.3. Piyasa Kapitalizasyonu.....	60
3.1.4. İşlem Hacmi.....	62
3.1.5. Kote Şirket Sayısı ve Halka Açıklık Oranı.....	63
3.1.6. Ortalama Şirket Büyüklüğü.....	65
3.1.7. Sermaye Piyasasının Ülke Ekonomisinde Yeri.....	65
3.1.8. Piyasa Dönüş Oranı ve Yoğunlaşma.....	66
3.1.9. Fiyat /Kazanç Oranları.....	67
3.1.10. Dışa Açıklık ve Kurumsal Düzenleme Yeterliliği.....	68
3.1.11. Ülkemizin Diğer Piyasalara Göre Performansı.....	69
3.1.12. Volatilité.....	69
3.1.13. Türk Sermaye Piyasasında Vadeli İşlemler Piyasası.....	70
3.1.14. Türk Sermaye Piyasasında Derecelendirme.....	70
3.1.15. Türk Sermaye Piyasasında Denetim ve Güven.....	73
<b>4. YABANCI YATIRIMCILARIN ARACI KURUM SEÇİM KRİTERLERİ.....</b>	<b>76</b>

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE YABANCI YATIRIMCILARIN ROLÜNÜN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ANKET UYGULAMASI

<b>1. GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE ARACI KURUMLARLA YAPILAN ANKET SONUÇLARI.....</b>	<b>81</b>
1.1. Araştırmanın Amacı.....	81
1.2. Aracı Kurumlarla Yapılan Anket Sonuçlarının Değerlendirmesi.....	81
1.3. Aracı Kurumlarla Yapılan Anketin Hipotezlerinin Değerlendirilmesi.....	95



<b>SONUÇ.....</b>	<b>100</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>102</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>123</b>

## TABLOLAR VE ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Tablo 1: Dünya Bankası Gelir Dağılımı (1999).....</b>	<b>11</b>
<b>Tablo 2: 2000 Yılı Dünya Bankası Gelir Dağılımı.....</b>	<b>12</b>
<b>Tablo 3: Dünya Büyüme Oranları.....</b>	<b>13</b>
<b>Tablo 4: Uluslararası Piyasalarda İşlem gören Finansal Araçların Miktarı.....</b>	<b>24</b>
<b>Tablo 5: Finansal Varlık Risk Kaynakları.....</b>	<b>25</b>
<b>Tablo 6: Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri (Milyon\$).....</b>	<b>37</b>
<b>Tablo 7: Yabancı Yatırımcıların Portföy Büyüklükleri(Milyar \$).....</b>	<b>40</b>
<b>Tablo 8: Yabancıları En Çok İşlem Yaptıkları 10 Hisse Senedi.....</b>	<b>42</b>
<b>Tablo 9: Yabancı Yatırımcıların Ortalama Elde Tutma Süresi.....</b>	<b>48</b>
<b>Tablo 10: 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri.....</b>	<b>51</b>
<b>Tablo 11: Takasbank Nezdindeki Hesaplar .....</b>	<b>53</b>
<b>Tablo 12: İMKB-100, Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Getirisi.....</b>	<b>60</b>
<b>Tablo 13: İMKB'nin Piyasa Kapitalizasyonu.....</b>	<b>61</b>
<b>Tablo 14: İMKB İşlem Hacmi(Milyar \$ ).....</b>	<b>63</b>
<b>Tablo 15: Piyasaya Kote Şirket Sayısı.....</b>	<b>64</b>
<b>Tablo 16: 2000 Yılı Ortalama Şirket Büyüklüğü(Milyon \$).....</b>	<b>65</b>
<b>Tablo 17: Türk Sermaye Piyasasında F/K Oranları.....</b>	<b>67</b>
<b>Tablo 18: 1999 ve 2000 Yıllarında Gelişmekte Olan Borsalarda En İyi Performans Gösteren 5 Ülke.....</b>	<b>69</b>
<b>Tablo 19: Amerikan Doları (USD ) Üzerine Vadeli İşlem Sözleşmeleri.....</b>	<b>70</b>
<b>Tablo 20: Aracı Kurumlara Göre İMKB' deki Yabancı Yatırımcı Sayısı.....</b>	<b>82</b>
<b>Tablo 21: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların İMKB' de Karşılaştığı Problemler.....</b>	<b>82</b>
<b>Tablo 22: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcının Piyasaya Gelmesi İçin Yapılması Gerekenler.....</b>	<b>83</b>

<b>Tablo 23: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Aracı Kurumlarda Aradıkları Özellikler.....</b>	<b>85</b>
<b>Tablo 24: Aracı Kurumlara Göre Aracı Kurumların Yabancı Yatırımcı Çekmesi İçin Yapması Gerekenler.....</b>	<b>86</b>
<b>Tablo 25: Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinde Yabancı Yatırımcı Payı.....</b>	<b>86</b>
<b>Tablo 26: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların İMKB' deki Yatırım Davranışı .....</b>	<b>87</b>
<b>Tablo 27: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Kriz Dönemindeki Yatırım Davranışı.....</b>	<b>87</b>
<b>Tablo 28: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Tercih Ettiği Piyasalar.....</b>	<b>88</b>
<b>Tablo 29: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcının Piyasamızda Tercih Ettiği Yatırım Araçları.....</b>	<b>89</b>
<b>Tablo 30: Aracı Kurumların Müşterileri İçinde Yabancı Yatırımcının Türü.....</b>	<b>89</b>
<b>Tablo 31: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Piyasamızda Tercih Ettiği Sektörler.....</b>	<b>90</b>
<b>Tablo 32: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Yatırım Kararı Etkileyen Risk Faktörleri.....</b>	<b>91</b>
<b>Tablo 33: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Kasım ve Şubat Krizine Etkileri.....</b>	<b>91</b>
<b>Tablo 34: Aracı Kurumlara Göre Piyasamızda Yabancı Yatırımcıların Seyri.....</b>	<b>92</b>
<b>Tablo 35: Aracı Kurumlara Göre Piyasamızda Küreselleşme ve Serbestleşme Hareketlerine Uyum.....</b>	<b>93</b>
<b>Tablo 36: Aracı Kurumlara Göre Portföy Yatırımlarını Önünü Bürokratik Engeller Kesmesi.....</b>	<b>93</b>
<b>Tablo 37: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Yatırım Kararı Almasını Etkileyen Faktörler.....</b>	<b>94</b>
<b>Tablo 38: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Sermaye Portföy Yatırımlarının Kalıcılığı İçin Yapılması Gerekenler.....</b>	<b>95</b>

<b>Tablo 39: Yabancı Yatırımcıların İMKB 'deki Yatırım Davranışı;Tercih Yatırım Araçları İlişkisinin İncelenmesi.....</b>	<b>96</b>
<b>Tablo 40: Yabancı Yatırımcıların Tercih Ettikleri Piyasalar;Yatırım Davranışını İlişkisinin İncelenmesi.....</b>	<b>96</b>
<b>Tablo 41: Yabancı Yatırımcının Yatırım Kararı Almasını Etkileyen Risk Faktörleri;Yabancı Yatırımcının İşlem Hacmi Payını İlişkisinin İncelenmesi.....</b>	<b>97</b>
<b>Tablo 42: Yabancı Yatırımcıların Krizlerde Tercih Ettikleri Yatırım Davranışı;Tercih Ettikleri Yatırım Araçlarını İlişkisinin İncelenmesi.....</b>	<b>97</b>
<b>Tablo 43: Yabancı Yatırımcının Yatırım Kararı Almasında Ülkemizle İlgili Ettiği Gelişmeler;Yatırım Davranışını İlişkisinin İncelenmesi.....</b>	<b>98</b>
<b>Tablo 44: Yabancı Yatırımcının Yatırım Kararı Almasında Etkileyen Risk Faktörleri;Yatırım Araçları İlişkisinin İncelenmesi.....</b>	<b>98</b>
<b>Tablo 45: Yabancı Yatırımcının Yatırım Kararı Almasında Etkileyen Risk Faktörleri; Yatırım Araçları İlişkisinin İncelenmesi.....</b>	<b>99</b>

## ŞEKİLLER

Şekil 1: İMKB' deki Yabancı Payı.....	39
Şekil 2: Yabancı Yatırımcı Hisse Senedi Payı.....	41
Şekil 3: Yabancı Yatırımcıların Saklama ve İşlem Hacmi Payları.....	41
Şekil 4: Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi Saklama Bakiyesi(İMKB 100).....	44
Şekil 5: Yatırımcıların Hisse Senedi İşlem Hacimleri.....	45
Şekil 6: Sabit Getirili Menkul Kıymetlerin GSYİH' deki Payı ( % ).....	45
Şekil 7: Menkul Kıymet Stokları ( Menkul Kıymet Bazında ).....	47
Şekil 8: Hisse Senedi Hacmi/Piyasa Değeri.....	49
Şekil 9: Yerli Kurumların Hisse Senedi Payı.....	55
Şekil 10 Yerli Bireysel Yatırımcı Hisse Senedine Payı.....	55
Şekil 11: Yatırım Fonları /GSYİH.....	56
Şekil 12: Bakiyeli Hesap Sayısı.....	59
Şekil 13: Uluslararası Borsaların Getirisi.....	60
Şekil 14: Piyasa Değeri (Milyar \$).....	62
Şekil 15: Yıllar İtibari İle Günlük Ortalama Hisse Senedi İşlem Hacmi.....	63
Şekil 16: Halka Açık Şirket Sayısı.....	64
Şekil 17: Piyasa Değeri/GSYİH.....	66

## GİRİŞ

Uluslararası finansal piyasalardaki gelişmelerde son yıllarda önemli mesafeler kaydedilmiştir. Globalleşme, finansal serbestleşme, sermaye akımları, küreselleşme terimleri her platformda karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası alanda, yurt dışı piyasalarda deregülasyon ve kısıtlamaların kaldırılması, yurtdışı piyasalarda kurumsallaşmanın artması, pazarlararası bütünleşme, teknoloji yaratıcılık ve know how gibi faktörlerin doğurduğu sonuçlar gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar kavramını ortaya çıkarmıştır. Sermayenin bu piyasalar arasında serbest dolaşımı nedeniyle bütün piyasalar sermayeden daha çok pay almak istemektedirler. Bu nedenle gelişmiş piyasalar, gelişmekte olan piyasalara göre sermayeden çok daha fazla pay almaktadırlar. Buna karşılık gelişmekte olan piyasalarda gelişmiş piyasalara göre yatırımcılara yüksek riskle birlikte yüksek getiride sunmaktadır.

IFC'nin tanımına göre gelişmekte olan piyasa İMKB'de serbestleşme hareketlerine hız vermiştir ve yabancı sermayeden aldığı payı yükseltmeye çalışmaktadır. Çalışmamızda yabancı yatırımcıların piyasmızdaki rolü ve kalıcı olması için neler yapılması gerektiği, aracı kurumlarla yapılan anket çalışmasıyla ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Çalışmamızın birinci bölümünde global olarak sermaye piyasaları ve bu piyasalara yapılan uluslararası portföy yatırımlarında risklerin neler olduğu açıklanmaya çalışılmıştır. Yatırımcıların finansal kararlarında dikkate alması gereken en önemli faktör risk faktörüdür. Uluslararası yatırımcılar riskin dağıtılmasını çeşitli modellerle yapılacak çeşitlendirmeye sağlayabilmektedirler.

Yabancılar yatırımcılar, belli kriterleri taşıyan piyasalara yatırım yapmaktadırlar. Yatırım yaptıkları piyasada piyasanın getirisinden işlem hacmine göre birçok sayısal verinin dışında güven ve istikrar aramaktadırlar. Yatırım yaptıkları piyasalarda çalışacakları aracı kurumlarda bile sermaye yapısından, internet erişimine kadar bir çok kritere önem vermektedirler.

İkinci bölümde ise, gelişmekte olan piyasa İMKB'deki yabancı yatırımcıların payları, piyasmızdaki yatırım yaparken tercih ettikleri sektörler, ve yatırım davranışları ortaya konulmaktadır. Yabancı yatırımcıların piyasa seçim kriterlerinde piyasmızın durumu, gelişmiş piyasalarla karşılaştırılarak ve eksik yönleriyle ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde ise birinci ve ikinci bölümde verilen yabancı yatırımcıların piyasa seçim kriterleri dikkate alınarak, piyasamızda yabancı yatırımcılarla çalışan aracı kurumlarla anket çalışması yapılmış ve anket çalışmasıyla sermaye piyasamızda yabancı yatırımcıların rolü, ve yabancı yatırımcıların artırılması ve kalıcılığı için neler yapılması gerektiği ortaya konulmuştur.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDA YABANCI SERMAYE PORTFÖY YATIRIMLARI VE RİSK FAKTÖRLERİ

#### 1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE PORTFÖY YATIRIMLARI

##### 1.1. Ödemeler Dengesi Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketleri, ödemeler dengesinin sermaye hareketleri hesabında rezerv dışı sermaye hareketlerinde görülür. Bu hesap resmi rezervler dışındaki tüm uluslararası hareketleri (para değişimi, çeşitli menkul ve gayri menkul işlemleri gibi) içerir. Yurt içi bir ekonomik ajan herhangi bir varlığını yurtdışına sattığı zaman bu işlem ülkenin sermaye hareketleri hesabına pozitif olarak yazılır ve sermaye girişi olarak değerlendirilir.<sup>1</sup>

Cari işlem dengesi sürekli açık veren ülkelerin uluslararası ekonomik ilişkiler açısından en büyük sorunları, döviz yetersizliği ve ülkenin iç tasarruflarının düşük olması nedeniyle finansman yetersizliğidir. Bu ülkeler döviz ve finansman yetersizliğine çare bulmak için sermaye ithal etmek veya borç almak durumundadırlar. Ödemeler dengesinin genel eşitlik prensibi içinde, sermaye hareketleri dengesi ile cari işlemler dengesi toplamı yurtiçinde yerleşik mali kurumların döviz rezervleri değişmesine eşit olacaktır. Bu ifade şu şekilde formüle edilebilir.

$$C + S = R$$

Burada C; cari işlemler dengesi S; sermaye hareketleri dengesi, R ise mali kurumların döviz rezervlerindeki değişmeyi gösterir. Bu eşitliğe göre cari işlemler dengesinde oluşabilecek bir açık, rezervlerde bir değişme olmadığı takdirde sermaye hareketlerindeki bir fazla ile yani sermaye ithali yoluyla finanse edilecektir. Konuyu ülke tasarrufları ve yatırımları arasındaki dengesizlik açısından ele alacak olursak, bu dengesizlik bir ülkeden diğer ülkeye reel kaynakların aktarımı ile finanse edilmekte, net uluslararası sermaye akımları ise ülkelerin tasarruf ve yatırım dengesizliğinin yol açtığı ödemeler dengesi açıklarını finanse etmektedir.

<sup>1</sup>Yasemin Türker Kaya, Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi, Türkiye Örneği, İstanbul, DPT Uzmanlık Tezleri, Ağustos, 1998, s.74



Ödemeler bilançosunda sermaye hareketleri, uzun ve kısa süreli olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Bu gruplandırma mali varlığın likiditeye dönüştürülmesindeki kolaylıkla ilgilidir. <sup>2</sup>Kısa süreli sermaye varlıkları yarı likit nitelikte olup istendiğinde kolaylıkla nakde çevrilebilir. Uzun süreli varlıkların nakde dönüştürülmesi ise daha güç olmaktadır. Ancak sermaye işlemlerinin uzun ve kısa vadeli şeklindeki ayırımı kesin olmamaktadır. Tahvil gibi bazı uzun vadeli sermaye varlıkları gerçekte çok likit olabilmektedir, yani az bir gelir kaybı ile bunları sermaye piyasasında anında paraya dönüştürme olanağı vardır. Bazı kısa vadeli varlıkların paraya çevrilmesi o ölçüde kolay olmamaktadır.

## 1.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri, süresi bir yıl veya daha uzun bir zaman dilimini kapsayan hareketlerdir. Bu tip sermaye hareketleri, ülkelerarası yüksek kar oranı ve faiz oranı farklılıklarından yararlanma, ülkeler arasındaki ticareti sınırlandıran engelleri aşma veya yabancı hammadde kaynaklarına daha kolay ulaşma gibi nedenlerle ortaya çıkar. Uzun süreli sermaye hareketleri; dolaysız sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer uzun vadeli hareketler olarak üç gruba ayrılır.<sup>3</sup>

### 1.2.1. Dolaysız Sermaye Yatırımları

Doğrudan yatırım bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın kapasitesini arttırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımdır.<sup>4</sup>

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarında sermaye, ülkeye üretimde kullanılacak makine, teçhizat, yedek parça ve diğer, ilgili malzeme şeklinde teknolojik alt yapı oluşturmak üzere girmektedir. Bu tip sermaye, ülkeye lisans, know-how, işletmecilik ve yönetim bilgisi gibi gayri maddi haklar ve hizmetler şeklinde de girebilir. Yabancı

<sup>2</sup>Halil Seyidoğlu, Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama, Geliştirilmiş 11. Basım, İstanbul, Güzem Yayınları, 1996, s.314

<sup>3</sup>Tamer İşgüden, Müfit Akyüz, Uluslararası İktisat, İstanbul, Evrim Kitapevi, 1990, s.60

<sup>4</sup>Rıdvan Karluk, Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim, Eskişehir, Beta Yayınları, 1999s.543

sermaye sahiplerinin yatırımdan elde edilen karları yeniden yatırılmak üzere sermayeye eklenmesi , dolaysız sermaye yatırımı kapsamında değerlendirilir. <sup>5</sup>

Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütünün 2001 Dünya Yatırım Raporu'na göre, Angola'nın yarısı kadar yabancı sermaye çekebilen Türkiye, yatırıma elverişlilik bakımından da ancak Burkina Faso ile aynı puanı alabilmiştir. 2001 Dünya Yatırım Raporu'na göre 2000 yılında doğrudan yabancı yatırımların yüzde 79'u gelişmiş ülkelere yapılmıştır. Avrupa Birliği, ABD ve Japonya yatırımlardan yüzde 71 oranında pay alabilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin payı ise yüzde 18.9 ile son 10 yılın en düşük seviyesinde kalmıştır. Toplam yatırımların yüzde 91'ini de gelişmiş ülkeler gerçekleştirmiştir. En fazla yatırım çeken ülke, 281 milyar \$ ile ABD olurken, ikinci sırada 176 milyar \$ ile Almanya olmuştur. İngiltere ise 130 milyar \$ ile üçüncü, Çin (Hong Kong) 105 milyar \$ ile dördüncü sırada yer almıştır. 2000 yılında en fazla yatırım yapan ülkeler sıralamasında ise İngiltere 250 milyar \$ ile liderliği ABD'den almıştır. <sup>6</sup>

Türkiye'de 1980 öncesi dönemde yabancı sermayenin girebileceği faaliyet alanları, kar ve teknoloji transferleri, yabancı sermayeli şirketlerin Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerle ortaklığı gibi konularda, yabancı sermayenin hareket alanı daraltılmıştır. Ayrıca bürokratik işlemler yabancı yatırımcıları caydırıcı nitelikte olmuştur. 1980 öncesi dönemde iç piyasanın yabancı yatırımcılara karşı korunmasında, söz konusu dönemde uygulanan ithal ikâmesine yönelik sanayileşme stratejisinin rolü büyüktür. Bu stratejide, ülke sanayisini yabancı rekabetine karşı korumaya yönelik birtakım araçlar geliştirilmiştir. Aşırı değerlenmiş döviz kuru, ithalat yasakları, kotalar, yüksek gümrük vergileri, sıkı kambiyo kontrolü bu araçlardan bazılarıdır.

1970'li yılların sonunda ekonomide hem fiyat istikrarı bozulmuş hem de GSMH yıllık büyüme oranları gerilemiştir. Örneğin 1979'da GSMH yıllık büyüme oranı %1'e kadar düşmüştür. Enflasyon oranı ise 1980'de %100'ü aşmıştır. Ekonominin bunalıma girmesi nedeniyle 24 Ocak 1980 İstikrar Programı uygulamaya konulmuştur. İstikrar programında ekonomik büyümenin sağlanmasında dış kaynaklara büyük önem verildiğinden, özel yabancı sermayeyi teşvik politikası 1980 sonrası dönemde önem kazanmıştır. Yürürlük tarihi 1954 yılı olan 6224 Sayılı Kanun, 1980 öncesi dönemde

<sup>5</sup>Meral Varış Tezcanlı ve diğerleri, Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, İstanbul, İMKB Yayınları, 1994, s.7

<sup>6</sup><http://www.hurriyetim.com.tr/haber/0..sid~4@tarih~2001-09-19-m@nvid~31924.00.asp>, 19/09/01

yabancı sermayeyi ülkemize çekmede yetersiz kalmıştır. Yabancı sermayeli kuruluşlara yatırım izni verilmesi, bu kuruluşların sermaye arttırmaları, faaliyet alanlarında değişiklik yapabilmeleri gibi konularda Bakanlar Kurulu Kararının beklenmesi, 6224 sayılı kanunun en önemli eksikliğini teşkil etmiştir.

1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun değişen koşullar içerisinde ele alınması zorunluluğu ile 13 Mayıs 1992'de 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik yapılmasına dair kanun yayınlamıştır. Bu kanun ile birlikte eksik düzenlemelerin tamamlanması; piyasa'nın kendi dinamiğinin harekete geçirilmesi; kamuyu aydınlatma ve bilginin eşit dağıtılması ile şeffaf bir piyasa ortamının sağlanması; sistemin işleyiş kurallarının belirlenmesiyle ekonomik suçlara karşı gereken cezai tedbirlerin alınması; piyasa gözetim sisteminin kurulması; yeni kurumsal yatırımcı türleri ile piyasa'nın talep yönünde desteklenmesi; yeni finansal yatırım araçları ile yatırım alternatiflerinin geliştirilmesi ve benzeri amaçlara ulaşılmasının yönü belirlenmiştir.<sup>7</sup>

### 1.2.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.<sup>8</sup>

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

Uluslararası portföy yatırımlarında risk ve getiri, yatırımcı için büyük önem taşımaktadır. Yatırımcıların ülke dışında hisse senedi alım satımıyla uğraşmalarının belirleyici unsurlarından biri, çeşitlendirmenin yatırımın riskini azaltma etkisidir. Dolayısıyla çeşitlendirilmiş bir menkul kıymet portföyüne sahip olmanın esas nedeni toplam riskin azaltılmasıdır.

<sup>7</sup> [www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem97/2.htm](http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem97/2.htm), 07/1997

<sup>8</sup> Tezcanlı Varış ve diğerleri, a.g.e., s.8

Tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarında değerlendirmek üzere elinde bulundurduğu fon fazlasını, kendi ülkesi yerine başka bir ülkede değerlendirmesi yani uluslararası portföy yatırımı yapması, yatırımların yönlendirileceği ülke ve onun piyasalarındaki bazı koşullara bağlıdır.

Öncelikle fonların bulunduğu ülke ile bu fonların yönleneceği ülkede farklı risk ve/veya getiri bileşiminin bulunması gerekecektir. Ancak tek başına getiri, uluslararası portföy yatırımlarında belirleyici değildir. Zira, en yüksek getiriye sahip menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalar, en çok uluslararası portföy yatırımı çeken piyasalar olmamaktadır. Getiri ile siyasi ve ekonomik riskler dışında sermaye piyasalarına yönelen uluslararası portföy yatırımının belirleyicilerinin genellikle; ülkenin uyguladığı vergi ve sermaye hareketleri rejimi, sermaye piyasalarının geniş anlamda etkinliği, sermaye piyasalarına ilişkin yasal çerçeve ile piyasadaki işlem maliyetleri olduğu kabul edilmektedir.

Sermaye piyasalarında bir yatırımın yerli piyasalar yerine uluslararası piyasalara yönelmesi, yatırımcı açısından bazı ek maliyet unsurlar getirecektir. Yatırımcı, böyle bir karar alması durumunda, diğer ülkedeki piyasalarla ilgili bilgileri edinme maliyetine katlanması, daha fazla sayıda aracı kullanması, işlem saatlerinde farklılıklar bulunması gibi nedenlerle ek maliyetlerle karşılaşacaktır. Ancak, tüm bu ek maliyetlere karşın, yerli piyasaya göre daha likit, daha çok derinliğe sahip veya daha düşük işlem maliyetleri ile çalışan piyasaların varlığı durumunda diğer bir ülkenin piyasası tercih edilebilecektir.<sup>9</sup>

Gerek uluslararası portföy yatırımları, gerekse dolaysız yabancı sermaye yatırımları uluslararası sermaye akımları niteliğinde olmakla birlikte aralarında bazı önemli farklar vardır:

- Dolaysız yabancı sermaye yatırımı durumunda, yabancı ülkede kurulan şirket, ana şirketin doğrudan denetimi altındadır. Çoğu kez şirketin üst yönetim kadrolarında ana şirket tarafından atanan yöneticiler yer alır. Uluslararası portföy yatırımları durumunda ise bir yabancı tahvil veya hisse senedi satın alınırken şirket yönetiminin doğrudan denetlenmesi söz konusu değildir. Her ne kadar hisse senedi yatırımları durumunda pay hakkı sahiplerinin genel kurulda

<sup>9</sup> [http://www.spk.gov.tr/vayinlar/arastirmaraporlari/kye/Yener\\_Yildirim.pdf](http://www.spk.gov.tr/vayinlar/arastirmaraporlari/kye/Yener_Yildirim.pdf), 01/01/02

oy verme hakları bulursa bu oy kullanma, şirket yönetimine dolaysız katılma demek değildir.

- Dolaysız yabancı sermaye yatırımları durumunda yabancı yatırımcı, sermayenin yanında genellikle üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgilerini de getirir.Uluslararası portföy yatırımlarında yabancı sermayenin sermayeden başka katkısı yoktur.
- Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını yapanların hemen hemen tümü çok uluslu şirketlerdir. Uluslararası portföy yatırımlarında çok uluslu şirketlerin yanı sıra gerçek kişilerde yatırım yapabilmektedir.
- Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarında transfer edilen kararlar, işletmenin kazanç durumuna ve hükümetin transfer üzerine koyduğu kısıtlamalara bağlıdır.
- Uluslararası portföy yatırımlarından olan tahvil alımları, sabit bir döviz borcu niteliğinde olup ekonomik koşullara göre değişmektedir. Ancak burada hisse senedi yatırımları ile dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile dolaysız yabancı sermaye yatırımları arasında benzerlik olduğu söylenebilir.

Portföy yatırımları da kendi içinde “sabit getirili enstrümanlara yatırım” ve “hisse senetlerine yatırım” şeklinde ikiye ayrılır.<sup>10</sup>Sabit getirili enstrümanlara yapılan yatırımlarda yatırımcılar daha çok reel faiz oranları, enflasyon ve devalüasyon oranlarıyla ilgilenirken , hisse senedi yatırımlarında hisselerin ait olduğu şirket ile ilgili bilgiler de önem taşır. Yani sabit getirili enstrüman yatırımlarında genellikle “sovereign risk” yani ülke ekonomisinin güvenilirliği ve rating incelenirken, hisse senedinde buna ek olarak şirketlerin bilançoları da göz önüne alınmaktadır.

### 1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri; vadesi 1 yıldan kısa, özel ve resmi olan sermaye akımlarıdır.Bu tip sermaye hareketleri likit olan ve likit olmayan şeklinde ikiye ayrılır.<sup>11</sup>Kısa dönemli likit sermaye hareketleri, özel kişi ve kuruluşların yabancı ülkelere olan alacakları ile bu ülkelere olan borçlarını kapsar.Bu alacakların tahsili veya borçlarının ödenmesi istek üzerine ve kısa sürede gerçekleştirilir.Kısa süreli likit olmayan sermaye hareketleri ise yine aynı alacaklarla ya da borçlarla ilgilidir.Ancak

<sup>10</sup> Sadi Uzunoğlu,Kerem Alkin, Can Fuat Gürlesel ,Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye, İstanbul, İMKB Yayınları ,1995 s,55-56

<sup>11</sup> İşgüden , a.g.e.,s.61

burada alacağın tahsili veya borcun ödenmesi için belli sürenin geçmesi gerekir. Bu tip sermaye hareketlerine örnek olarak üç aylık banka kredileri gösterilebilir.

## 2. GLOBAL OLARAK SERMAYE PİYASALARI ARAÇLARI VE RİSK FAKTÖRLERİ

Globalleşme, ülkeler arasında mal, hizmet, uluslararası sermaye akımları ve teknolojik gelişimin hızlı bir şekilde artmasını ve serbestleşmesini ve bunlar sonucu ortaya çıkan ekonomik gelişmeyi ifade etmektedir. Birbirleriyle mal işlemleri, çeşitliliği, değer artışları, hizmetler, uluslararası sermaye akımları, teknolojinin çok hızlı ve yaygın bir şekilde yükselmesi ve bu sayılanların ülkeler arasında giderek serbestleşmesi sayesinde ekonomik gelişmeyi ifade eder .

Finansal piyasalarda globalleşme, ikinci dünya savaşından sonraki önemli gelişmelerden biridir. Dünyadaki uluslararası ticaret ve sermaye hareketlerinde değişim aracı olarak kullanılan “Uluslararası paranın” sağlanmasında hükümet ve bankaların etkisi; politik ortama, zamana ve finansal teknolojiye bağlı olarak değişim göstermektedir. Buna göre uluslararası para sistemi, ülkelerin birbirleriyle olan sermaye ve ticaret hareketlerini düzenlemekte, uluslararası parasal düzen ise bu sistemin yasal çerçevesini, düzenlemelerini ve uygulama biçimini ifade etmektedir.<sup>12</sup>Finansal faaliyetlerin globalleşmesi ise, 1950’li yıllarda başlamakla birlikte, özellikle 1980’lerde hız kazanmış, sermayenin daha düşük risk altında, daha yüksek kazanç sağlayabilme düşüncesiyle sınır ötesi alanlara yayılması sonucu ulusal finans piyasaları hızla bütünleşmiş, aralarındaki sınırlar kalkmıştır.

Ekonomik globalleşmenin iki boyutu vardır:Bunlardan birincisi global üretim,ikincisi global finanstır. Ekonomik globalleşme süreci öncesinde, mal ve hizmetler ile üretim faktörleri ve teknolojinin ülkeler arasında değişimine dayanan ekonomik sistemde, ulus devletlerin iktisat politikaları, ulusal üretim ve finans sistemleri hakimdi. Ancak ekonomik globalleşme ile birlikte bir yandan üretim faaliyetinin aşamaları maliyet avantajlarına dayalı olarak çeşitli ülkelere dağılmış, diğer yandan da dünyadaki finans piyasaları Tokyo, Londra, New York gibi bir kaç finans merkezinin kararlarına bağlı hale gelmiştir.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Tezcanlı Varış, a.g.e. ,s.9

<sup>13</sup><http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/dtdergi/Ocak2001/globallesme.htm> ;01/2001

1980'li yılların başlarına kadar uluslararası finans piyasalarından temin edilen fonların büyük bölümü, uluslararası bankalardan sağlanmakta, özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik fonlar, bankacılık kesimi tarafından sağlanmaktaydı. Nitekim 1970'li yılların başında ortaya çıkan 'borç krizi' ile sarsılan gelişmiş ülkelerin sermayesi, 1980'li yılların başından itibaren kendi finansal piyasalarını ve sermaye hareketlerini serbestleştirirken, gelişmekte olan ülkelerin aynı süreç içine girmesinde etkili olmuştur. Böylece uluslararası sermaye, gelişmiş ülkelerdeki kar hadlerini aşabilmek, daha yüksek getiriler bulma ve riskleri dağıtma için gerekli alt yapıyı küreselleşme ve uluslararası bütünleşme çerçevesi içinde gerçekleştirmiştir.<sup>14</sup>

### 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 piyasada gelişmiş bir piyasa özellikleri taşıyabilmektedir. Gelişmiş piyasayı temsil eden özellikler, piyasaların işlemsel hacimleri, likidite, ürün çeşitliliği ve derinliği, piyasa giriş çıkış kısıtlamalarının bulunmaması, vb. etkinlik kriteri olarak sayılabilir. Dünyadaki sanayileşmiş ülke borsaları şirketlerinin toplam piyasa değerinin %91,5'ni gelişmiş piyasalar, %8,5'nu ise gelişmekte olan piyasalar oluşturmaktadır.<sup>15</sup>

### 2.2. Gelişmekte Olan Piyasalar

Gelişmekte olan piyasalar farklı şekillerde tanımlanabilir. Bir yandan "Gelişmekte Olan"tanımı küçük ve durağan piyasalar karşısında belli bir gelişme sürecine giren, büyüyen ve gittikçe karmaşıklaşan piyasaları ifade edebileceği gibi diğer yandan da gelişme potansiyeline sahip olduğu varsayımı altında, kalkınmakta olan ekonomilerdeki tüm piyasaları ifade etmektedirler.<sup>16</sup>

Gelişen borsalar, global portföyler çeşitlendirme imkanı sunmaktadırlar. Tek tek incelendikleri zaman çok hareketli oldukları gözlenen bu borsaların risk ayrımları getirileri, gelişmiş borsalardan daha yüksektir. Gelişen borsalar ile gelişmiş borsalar arasında düşük hatta negatif korelasyonlar tespit edilmiştir. Gelişen borsaların kendi

<sup>14</sup> Uzunoğlu, a.g.e., s.35

<sup>15</sup> IFC, *Emerging Stock Markets Factbook*, 1997, s.35

<sup>16</sup> Murat Doğu, *Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye*, Ankara:SPK Yayınları, 1994, s.4

aralarında korelasyonları da yüksek değildir. Bu yönleri ile gelişen borsalar, portföy risklerini dengeleme ve kazançlarını artırma imkanı hazırlamaktadırlar.<sup>17</sup>

Uluslararası alanda yaşanan bu gelişmeler büyük ölçüde etkin finans merkezleri de yaratmıştır. Bu gelişmelerle birlikte ödemeler dengesi açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi gibi sorunlarına çözüm arayışı içinde olan piyasalar doğmuştur. Gelişmekte olan piyasaların tam tanımı hala yapılmamış olmakla birlikte en geçerli tanım International Finance Corporation (IFC)'in tanımı kabul edilebilmektedir.<sup>18</sup>

IFC geçmişte, ülkenin sadece gelişmekte olan bir ekonomi olup olmadığına bakmaktayken son zamanlarda gelişmekte olan piyasa kriterlerini belirlemek için çalışmalar yapmaktadır. Dünya Bankası ekonomileri, yüksek gelirli, orta gelirli ve düşük gelirli ekonomiler olmak üzere üç kategoriye ayırmaktadır. Bu kuruma göre 1999 yılında kişi başına düşen gayri safi milli hasılası 755 ABD \$'nın altında kalan ülkeler düşük gelirli, 756 ABD \$ ile 9266 ABD \$ arasındaki ülkeler orta gelirli, 9267 ABD \$'nın üzerindeki ülkeler yüksek gelirli olarak kabul edilmektedirler. Ayrıca orta gelirli ülkelerden kişi başına düşen gayri safi hasılası 756 ABD \$ ile 2995 ABD \$ arasındaki ülkeler ortanın altı, 2996 ile 9265 ABD \$ arasındaki ülkeler ise ortanın üstü olarak sınıflandırılmaktadır. Dünya bankasına üye 182 olmak üzere toplam 207 ülke içerisinde 157 üye ülke gelişmekte olan piyasalar sınıfına girmektedir. Türkiye, 1999 yılında kişi başına düşen gayri safi 2.900 ABD \$ ile Avrupa ve Orta Asya bölgesindeki gelişmekte olan 28 ülke arasındadır.

**Tablo 1 :Dünya Bankası Gelir Dağılımı (1999)**

Gelir Grupları Başına Milli Gelir(ABD\$)	Ülke Sayısı	GSMH ( Milyar ABD\$)	Nüfus Kişi (Milyon)	Kişi Başına GSMH (\$)
----- - 755 ABD\$	64	1.008	2.417	420
755 ABD\$-2.995 ABD\$	55	2.508	2.093	1.200
2.996 ABD\$-9,265 ABD \$	38	2,782	571	4.870
9,226 ABD\$ - -----	50	23.702	896	26.440
Gelişmekte Olan Ülkeler	157	6.299	5.082	1.240
Gelişmiş Ülkeler	50	23.702	896	26.440
Dünya	207	29.995	5.978	2.020

Kaynak: Standard & Poors , Emerging Stock Markets Factbook , 2001,s.9

<sup>17</sup> Ünal Targan, Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, İstanbul ,İMKB Yayınları, 1999.s.19

<sup>18</sup> IFC, a.g.e, 2000, s.2



Dünya bankasına üye ülkelerdeki, özel kesimin gelişmesini özendirmek ve bunun için yerli ve yabancı mali kaynakların harekete geçirilmesini sağlamak amacıyla kurulan Uluslararası Finans Kurumu ise piyasaları iki kategoriye ayırmaktadır. Bunlar ‘Gelişmiş Piyasalar’ ve ‘Gelişmekte Olan Piyasalar’ dır. Bu kuruma göre Dünya Bankası’nın yüksek gelirli saydığı ekonomiler gelişmiş piyasalar, düşük ve orta gelirli ekonomiler ise gelişmekte olan (veya gelişen) piyasalar olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla IFC’ ye göre tüm geri kalmış ve gelişmekte olan ülkeler, gelişmekte olan piyasalar kapsamındadır. Gelişmekte olan sermaye piyasaları ise “Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları” ve “Gelişmekte Olan Tahvil Piyasaları “ olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. IFC’nin tanımlamasına göre ,bir hisse senedi piyasası, o ülkenin kişi başına düşen gayri safi milli hasılasının belli bir seviyenin altında olması durumunda gelişmekte olan hisse senedi piyasası olarak kabul edilmektedir. IFC, piyasaları, gelişmiş ve gelişmekte olan hisse senedi piyasaları olarak ikiye ayırmasında sürekliliği ve kalıcılığı ön plana çıkarmaktadır. Buna göre bir ülkenin herhangi bir piyasanın değerine göre daha gelişmiş olması ve hatta dünya standardını yakalamış olması çok önemli değildir. Önemli olan ekonominin belli noktasındaki gelişiminin ekonominin diğer birimlerine de yansiyarak hep birlikte bir gelişme çizgisini yakalayabilmesidir. Burada IFC, geçici bir tanımlamadan çok, kalıcı olabilecek unsurları içeren objektif bir tanımlamayı tercih etmektedir.<sup>19</sup>

**Tablo 2:2000 Yılı Dünya Borsalarının Piyasa Değerlerinin Dağılımı**

Piyasa Değerine Göre Gruplanması (milyon ABD\$)	Pazar Sayısı	Piyasa Değeri	Gelişmekte Olan Ülkeler	%Toplam Piyasa Değeri
----- _ 10.000	49	106.000	94.678	%88,8
10.001 - 100.000	24	892.367	546.655	%61,3
100.001 - 1.000.000	22	7.706.273	2.098.393	%27,2
1.000.000 - -----	5	23.555.273	-----	%0,0
Toplam	100	32.260.433	2.739.726	%8,5

Kaynak: Standard & Poors , a.g.e ,s.19

2000 yılı itibariyle gelişmekte olan piyasaların değeri dünya borsalarının toplam değerinin %8.5’ini oluşturmaktadır. Bu oran 1994 yılında %13 civarında olsa da genellikle %8-10 arasındadır. Tüm borsalar içinde piyasa değeri 10 milyar ABD\$’ın

<sup>19</sup> Doğu,a.g.e ,s.4

altında gelişmekte olan piyasaların payı %88.8'dir. Bu oran 100 milyar ABD\$'nın üstünde piyasa değerine sahip gelişmekte olan piyasalarda %27.2'dir.

Tablo 3'de; gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere göre çok daha hızlı büyüdükleri görülmektedir.

**Tablo 3 :Dünya Büyüme Oranları**

Dünya Büyüme Oranları			
GMSH (% değişim)	2001	2002	2003
Dünya	2,3	3,0	3,2
Gelişmiş Ülkeler	0,9	1,8	1,9
Gelişmekte Olan Ülkeler	5,1	4,1	5,0

Kaynak: <http://www.gedik.com/15nisan%20ET%201.pdf>, 15/04/2003

Bu duruma göre gelişmekte olan piyasaların ortak özelliklerini çıkarmamız gerekirse, bunu ülke ekonomisinin ve piyasaların kriterleri olarak iki ayrı grupta toplayabiliriz.<sup>20</sup>

#### **Ülke ekonomisinin özellikleri**

- Göreceli olarak hızlı ekonomik büyüme,
- Olgunlaşmamış bir hisse senedi piyasası,
- Özel sektör üzerinden büyümeyi teşvik eden hükümet,
- Sağlam ekonomik , finansal ve politik kurumlara doğru giden bir trend,
- Beklenmedik kur hareketleri,
- Sürekli bir değişme,
- Ekonomik ve siyasi belirsizlik,

#### **Piyananın Özellikleri**

- Ortalama piyasa kapitalizasyonu ve temettü verimi, gelişmiş piyasalara göre küçük; büyüme hızı ise gelişmiş piyasalara göre çok yüksek,
- Yüksek piyasa devir hızı ,
- Hisse senedi piyasalarının ekonomi içindeki önemi ve toplam sabit sermaye yatırımları içinde artan payı,
- Ortalama şirket büyüklüğünün düşük olması, bununda çeşitlendirme şansını düşürmesi,
- Sermaye akışında kolaylaştırmaya gidiliyor olması, bununda çeşitlendirme şansını düşürmesi,

<sup>20</sup> aynı,s.14-17

- Homojenliğin yüksek olması, bununda volatilité üzerinde artırıcı etki yapması,
- Yüksek işlem maliyeti,
- Güvenilir enformasyon azlığı,
- Teknolojik alt yapının sürekli değişiyor olması,

Bu kriterlere göre İMKB' de gelişmekte olan bir piyasadır. Diğer gelişmekte olan piyasalar olarak ;Arjantin,Brezilya,Çin, Mısır ,Polonya,Macaristan,İsrail,Kore, Malezya ve Rusya'yı sayabiliriz.

### 2.2.1. Gelişmekte Olan Piyasalarda Kullanılan Yatırım Araçları

Gelişmekte olan piyasalar, doğaları gereği, bünyelerinde gelişmiş piyasalar kadar çok yatırım aracı barındırmamaktadır. Ancak son zamanlarda, gelişmekte olan piyasalarda da likiditenin artması ve piyasaların gelişmesiyle birlikte yeni finansal araçlar devreye girmiştir. Buna rağmen birçok gelişmekte olan piyasa, halihazırda risk yönetimi sağlayacak veya finansman fırsatı sunacak birçok finansal enstrümanı devreye sokamamıştır.Örneğin birçok gelişmekte olan ülkede vadeli işlemler piyasası bulunmamaktadır.Vadeli işlemler piyasasına sahip olan bazı gelişmekte olan piyasalarda da bu piyasaların etkinliğinden ve verimli çalışmalarından söz edilmemektedir.

Gelişen piyasalar genellikle daha fazla finansal hizmet sunarak yerli ve yabancı tasarrufçuların bu piyasalara girişimini artırıcı etki yapmaktadır. Türev ürünler finansal risklerden korunma (hedging) amacına ek olarak, yerli ve yabancı yatırımcılara spekülative arbitraj fırsatları da sunmaktadır. Dünya genelinde 1990'lı yılların sonunda, organize olmuş türev piyasalara sahip 21 yeni gelişmekte olan ülke vardır ve bunlara her yıl yenileri eklenmektedir. Bunlar arasında en aktif olanlar, Arjantin, Brezilya, Meksika, şili, Filipinler, Macaristan, ve Güney Afrika ülkeleridir. Söz konusu ülkeler içinde, Brezilya en fazla türev ürün sözleşmeleri işlemleri yapılan borsalara sahip durumdadır.<sup>21</sup>

<sup>21</sup> Turhan Korkmaz, Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerinin Rolü , İMKB Dergisi,Cilt:5, Sayı 17,2001,s.69

### 2.2.2. Doğrudan Yatırım Araçları

Doğrudan yatırım araçları,yatırımcının esas menkul kıymeti satın aldığı araçlardır. Bunlar ihraççı kurumun kendi menkul kıymetleri olan hisse senetleri, bono ve tahvilleri ile gayri menkul yatırım ortaklıklarıdır. Gayri menkul yatırım ortaklıkları, dolaylı yatırım olarak görünse de, menkul kıymet olmayan arsa, bina, vesaire taşınmazların menkul kıymetleştirme sonucu yatırım yapılabilir hale getirilmesine olanak sağladıkları için doğrudan yatırım aracı olarak kabul edilmektedirler.

Gelişmekte olan piyasalara yapılan uluslararası portföy yatırımlarında en çok kullanılan yatırım aracının başında hisse senetleri gelmektedir. Yeni gelişmekte olan hisse senedi piyasalarındaki yüksek getiriler, hisse senedi portföylerinin getirilerinin performanslarını artırmak isteyen global finansal piyasalardaki yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Değişik riskler içermeleri ve kendi aralarında korelasyon yoluyla çeşitlendirilebilme olanağı sağladıkları için yatırımcılarca tercih edilmektedirler. Portföy yöneticileri riski düşürüp çeşitlendirmeyi artırarak portföylerinin beklenen getirilerini artırmaya çalışmaktadırlar. Daha önceki araştırmaların sonuçlarına göre, gelişmiş ve gelişmekte olan hisse senedi piyasalarında getiriler arasında 4 önemli farklılığın olduğu ortaya çıkmıştır.<sup>22</sup>

- Yeni gelişmekte olan hisse senedi piyasalarında ortalama getiri daha yüksektir.
- Yeni gelişmekte olan hisse senedi piyasalarında fiyat değişimleri veya risklilik ( volatility ) daha yüksektir.
- Yeni gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi getirileri ile gelişmiş piyasaların getirileri arasındaki korelasyon düşüktür.
- Yeni gelişmekte olan hisse senedi piyasalarındaki getirilerin tahmin edilebilme olanağı daha yüksektir. Bu nedenlerden dolayı global portföy yöneticileri gelişmekte olan piyasaların hisse senedi piyasalarında yatırım yapmışlardır.

Bir diğer doğrudan yatırım araçları bono ve tahviller, gelişmekte olan piyasalarda genellikle devlet tahvili ve hazine bonusu şeklinde yatırımcılara sunulmaktadır. Gelişmekte olan piyasaların bir çoğu hala riskli statüde kabul edildikleri

<sup>22</sup> aynı ,s.70

için bu piyasalarda bulunan şirketlerin piyasalardan tahville uzun vadeli borçlanma olasılıkları son derece azdır. Çünkü devlet, genellikle en iyi faiz oranını vererek, zaten son derece az olan yatırım miktarını kendi lehine çevirmektedir. 1980'lerin sonunda 1990'lı yıllarda artan sermaye akımları içinde tahvil ihraçları payını almaya başlamıştır. Tahvillerin ikinci el piyasalarının olması ve ilgili ülkedeki değişiklikleri anında fiyatına yansıtması, tahvilleri bir yatırım aracı olduğu kadar bir spekülasyon aracı haline de getirmiş, böylece de likiditesinin artmasını ve daha çok talep edilebilir olmasını sağlamıştır.

Gelişmekte olan piyasalar menkul kıymetlerini içeren uluslararası portföy yatırımlarında sabit getirili menkul kıymetlerin kullanılması ilk devlet kağıtlarıyla olmuştur. Gelişen borsa bonolarına en iyi örnek "Brady Bonoları"dır. Brady Bonoları, adlarını geliştirmekte olan ülkelerdeki borç sorunu çözmek üzere hazırlanan Brady planından almışlardır.<sup>23</sup>Bu plana göre 1989'da IMF ve Dünya Bankası, ilgili ülkelerin kredi borçlarının tahvillere dönüştürülmesini kabul etmişlerdir. Bunun karşılığında enflasyon, kamu borçları ve dış ticaret açıklarının düşürülmesi için zorunlu önlemler alınmıştır. Yabancı tahvil piyasaları, bir şirketin veya hükümet kuruluşunun belirli bir yabancı piyasada, o piyasanın para biriminden satılmak üzere çıkarttığı uzun vadeli borçlanma aracıdır. Uluslararası piyasalarda tahvil ihracı zor bir iştir ve en önemlisi güven gerektirmektedir. Bu yüzden de 1960'lara kadar bu piyasada sadece hükümet kuruluşlarına açıktı. Daha sonraları çokuluslu şirketler bu piyasaya girmeye başladılar ve bugün bu piyasalarda özel şirketlerde çok büyük bir öneme sahiptirler.<sup>24</sup> Tahvillerin hepsinin güvenilirliklerinin yatırımcı tarafından bilinmesi mümkün değildir. Ülke ve şirketler tarafından ihraç edilen tahvillerin risklerinin analiz edilip değerlendirildiği "rating" kuruluşları doğmuştur. Dünyadaki en büyük yabancı tahvil piyasaları ABD ve İsviçre'dir. Japonya ve Lüksemburg da diğer önemli uluslararası piyasalar arasındadır.

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

<sup>23</sup> Tezcanlı Varış ve diğerleri, a.g.e.,s.49

<sup>24</sup> Seyidoğlu; a.g.e.1994,s.40

tahvillerdir.<sup>25</sup>Sendikasyondaki mali yüklenicilerden her biri, çıkarılan tahvillerden payına düşen miktarı kendi ulusal piyasasında pazarlamaya çalışır.

Eurotahviller aynı anda bir çok piyasada satışa çıkarılmaktadır.Yabancı bir piyasada yine kendi para biriminde belirlenerek satılan tahviller Eurobond piyasası aracıdır. Bu piyasanın katılımcıları uluslararası finansal kurumlar ve büyük çok uluslu şirketlerdir. Eurobond piyasası 1960 yılında ABD ödemeler dengesi krizi sonucu getirilen kısıtlamalar sonucu ortaya çıkmıştır.<sup>26</sup>

Eurotahvil piyasalarının temel varlık nedeni, diğer sermaye piyasalarına göre büyük ölçüde hükümet kısıtlamaları dışında kalmaları ve gelirlerinin vergilendirilmemesidir.Yatırımcıların faiz gelirlerinin vergi dışı olması da bu piyasalardan düşük faizle borçlanmaya olanak vermektedir.

Gelişmekte olan piyasalarda diğer doğrudan yatırım enstrümanları genellikle hisse senetleri ve hazine bonolarıdır. Her ne kadar gelişmekte olan piyasalarda yerel para cinsine de yatırım yapılsa da bu çok yaygın değildir. Genellikle yatırımcılar o para cinsindeki sabit getirili enstrümanlara yatırım yapmaktadır. Hisse senetlerine olan yatırım miktarının artmasındaki en büyük sebep “in home market trading” yani yabancı bir hisse senedinin standartlara uydurulması ile uluslararası piyasalarda işlem görebilmesi diye özetlenebilecek etkinin ortaya çıkmasına yol açan ADR ( American Depositary Receipts ) ve GDR ( Global Depositary Receipts )ların kullanılmaya başlanmasıdır. Bu sayede bir şirket başka bir ülke piyasasında hisselerini ADR veya GDR yoluyla kote ettirip halka arz yapabilir ve yabancı kaynak sağlar.

Yabancı yatırımcılar ise hisse senetlerinin alım satımını yapabilecek konuma gelip, bürokratik ve maliyetli prosedürden kurtulmuş olurlar.1980’li yıllarda bazı gelişmekte olan ülkeler, doğrudan yatırım enstrümanlarına yasak getirmişlerdir. Örneğin; Çin’de iki ayrı borsa vardır; yabancı yatırımcıların sadece (B) tipi hisse senetlerine yatırım yapmalarına izin verilmektedir. Gelişmekte olan bir çok ülke hükümetlerin özellikle 1980 yıllarda; yabancı yatırımcıların işlem limitlerinde engeller koyduğu görülmektedir.Ülkeye para girişini kendi kontrolleri, altına almaya çalışmışlardır. Bu durum üzerine yabancı yatırımcılarda dolaylı yatırım enstrümanlarına yönelmişlerdir. Doğrudan yatırım enstrümanları, portföy kuramı ve etkin portföyler

<sup>25</sup> İMKB , Borsa Terimler Sözlüğü , İstanbul ,2002 ,s.8.

<sup>26</sup> Tezcanlı Varış ve diğerleri,,a.g.e.,s.17

teorisi çerçevesinde bir araya getirilerek ülke fonları gibi dolaylı yatırım enstrümanları kullanılmaya başlamıştır. Bu fonlar gayet iyi çeşitlendirilmiştir.

### 2.2.3. Dolaylı Yatırım Araçları

Gelişmekte olan piyasalara hisse senedi, tahvil veya diğer menkul kıymetlerle doğrudan yatırım yapmak yerine, bir dönem için zorunlu yatırım aracı olan depo sertifikası veya bu menkul kıymetlerin çeşitlendirme yoluyla risklerini azaltmaya ve etkin bir portföy yönetimi sunmayı hedefleyen fonlar aracılığıyla yatırım yapmışlardır. Özellikle depo sertifikası daha çok yatırımcı kitlelerine hitap etmeye başlamıştır.

#### 2.2.3.1. Ülke Fonları

Yatırım ve ülke fonları kısıtlamaların olduğu dönemde yabancı yatırımcılar için önemli bir dolaylı yatırım aracı olmuştur. IFC, uluslararası yatırımcılar için önem taşıyan ülke fonları konusunda son derece belirleyici bir sınıflandırmaya gitmiştir. Ülke fonları, bir ülkenin menkul kıymetlerinden oluşmuş, ağırlıklı olarak hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerden oluşan bir portföyle uluslararası piyasalara açılma imkanı sunar. Ülke fonları kapsamında oluşturulan menkul kıymet portföyü uluslararası sermaye piyasalarında pazarlanarak fon sahibi ülke açısından kaynak yaratma imkanı verir. Ülke fonlarının özellikle fon sahibi ülkenin sermaye piyasasının gelişimi ve uluslararası piyasalara entegre olma sürecini hızlandırıcı etkisi vardır.<sup>27</sup>

“Growth Fund” veya “Country Fund” adı verilen ülke fonları, yatırım önüne konulan engelleri aşmada kullanılmışlardır. Diğer taraftan ülkelere yatırım yapan yabancıları kontrol altına alma çabaları sonucu doğan ülke fonları, finansal kriz durumunda krizi büyütücü etkilerinin önüne geçilmesinde kullanılmışlardır. 1980’lerden 1990’a kadar olan süreç içinde gelişmekte olan ülkelere giden portföy yatırımlarının büyük kısmı, ülke fonları şeklinde gerçekleşmiştir.<sup>28</sup> Ancak 1990’lı yıllarda yaşanan gelişmeler birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan krizlerle birlikte geri çekilen yabancı yatırımcıları geri çekebilme ve dünyada başlayan finansal serbesti akımına uymak zorunda olan ülkelere kısıtlamalar kaldırılmıştır. Gelişmekte olan piyasalarla ilgilenen fon yöneticileri, piyasalara daha kolay erişebilme, bilgi alma, ve diğer enstrümanlara daha kolay erişebilmeleriyle birlikte kendi oluşturdukları

<sup>27</sup> aynı ,s.101

<sup>28</sup> Targan,a.g.e.,s.41

portföylerine yatırım yapmaya başlamışlardır. Yatırım fonları da eski cazibelerini 1990'lardan itibaren kaybetmişlerdir.

IFC'nin sınıflandırmasına göre, uluslararası yatırımcılar için 4 ana tip yatırım fonu bulunmaktadır.<sup>29</sup>

- Ülke Fonları :Bu tip fonlar, yerel borsada kote olan menkul kıymetler üzerine yatırım yaparlar. Buna ek olarak, yerel piyasada kote şirketlerin yurt dışında ihraç ettikleri ADR ve GDR'lere yatırım yapmaları mümkündür. Yatırım yapılan menkul kıymet hisse senedi, tahvil, bono olabilir. Çeşitlendirme prensibine uyarlar ve kesinlikle yatırım yaptıkları şirkette yönetimde söz sahibi olma amacı gütmazler.
- Özel Hisse Fonları :Bu fonlar kote olmayan şirketlerde azınlıkta kalan fakat önemli bir paya sahip olarak yatırım yaparlar. Yatırım amacı, özellikle de borsaya kote olması durumunda sağlanacak sermaye kazancıdır. Bu fonlar genelde çok büyüktürler.
- Risk Sermayesi Fonları:Bu fonlar; küçük ve daha yeni şirketlere ortak olup büyüme potansiyelinden yararlanırlar.Özel hisse fonları aldıkları da görülmüştür. Ancak finansman güçleri daha zayıftır.
- Yerli Yatırım Fonları:Bu fonlar; yerli yatırımcıdan fon toplayıp, o piyasadaki kote olmuş şirketlere yatırım yaparlar.

Yeni ve hızla gelişen bir piyasa konumundaki Türkiye'de yabancı yatırımcı çekme çalışmalarına 1987 yılında hız verilmiştir. Kamu kesiminin özelleştirme çalışmaları çerçevesinde Türk hisse senetlerinin yer alacağı bir yatırım fonu kurulması ve katılma belgelerinin de yabancı yatırımcılara satılması kararı alınmıştır. Aslında böyle bir fonun kurulması önerisi de, IFC' den gelmiştir.<sup>30</sup>

Türk hisse senetlerinden oluşturulmuş ilk fon olan Türkiye fonu, 27.09.1988 tarihinde "Investment Company Act of 1940" mevzuatı çerçevesinde New York'ta kurulmuştur. Fon Morgan Stanley Asset Management INC tarafından yönetilmektedir.<sup>31</sup>

Morgan Stanley'in yönettiği Türkiye yatırım fonunu diğer uluslararası fonlar izlemiştir.İngiltere'nin Schroders tarafından yönetilen Akdeniz fonu, Alliance Capitalin

<sup>29</sup> IFC, *Investment Funds Emerging Markets*,2000 ,s.8-10

<sup>30</sup> Abdurrahman Yıldırım, *Borsada Dördüncü Perde*, İstanbul,Alfa Basım Dağıtım,1996,s.69

<sup>31</sup>Tezcanlı Varış ve diğerleri,a.g.e.,s.102



Türkiye fonu, Abtrust'un Türkiye fonu ve Japonya'da Sparx tarafından kurulan "Cosmos Turkish Supreme Fund" bu fonlar arasında sayılabilir.<sup>32</sup>

### 2.2.3.2. Depo Sertifikası

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".<sup>33</sup>

Depo sertifikaları, ya da daha çok tanındıkları ismiyle ADR veya GDR'lar, sahibi tarafından bir depocu kuruluşa teslim edilen menkul kıymetlerin sahiplik hakkını veren, tedavül kabiliyetine haiz sertifikalardır. ABD piyasalarında ihraç edilen depo sertifikalarına ADR, farklı uluslararası piyasalarda eş zamanlı olarak ihraç edilen sertifikalara GDR denir. ADR'ların ve GDR'ların gerek teoride gerekse pratikte pek farkları yoktur. Bir ADR, ihraçının bir veya birden çok hissesini içerebilir. Bir ADR'in temsil ettiği hisse miktarının çok olması piyasa katılımcılarınca tercih edilmektedir. Yabancı ülke ile ABD piyasaları arasındaki fiyat düzeyleri ve döviz kurları arasındaki farklılık ADR'ların içerdiği hisse sayıları ile telafi edilir.

ADR'ların yatırımcılara sağladığı birçok fayda vardır. Her şeyden önce ADR tarafından temsil edilen hisse senetlerini güvenli bir kuruluşa korunmaktadır ve fiziki teslimata gerek olmadan el değiştirebilir. Ayrıca depocu kuruluş; ADR'ini depo ettiği hisselerin temettülerini toplama; sermaye artırımlarına katılma ve gerek görüldüğünde oy kullanma hakkı vermektedir. ADR'ların yabancı yatırımcılara sağladığı çok önemli bazı hukuksal avantajlarda vardır. Her şeyden önce; kurumsal yatırımcılar; tabi oldukları yatırım kur0alları uyarınca ABD hisseleri veya en azından uluslararası bir piyasada işlem gören hisse senetlerine portföylerinde yer verebilmektedirler. Depo sertifikasının yararlarını ihraççılara ve yatırımcılara diye ikiye ayırabiliriz.<sup>34</sup>

#### İhraççılara Faydaları

- İhraççı ABD finans piyasasına girerek "imajını" geliştirir.
- Mevcut hissedar tabanını genişletir ve çeşitlendirir.

<sup>32</sup> Yıldırım, a.g.e, s.72

<sup>33</sup> Kudret Vurgun, "Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasalarına Alternatif Öneriler", İstanbul, İMKB Araştırma Yayınları, Kasım 1994, s.13-14

<sup>34</sup> aynı, s.19

- Endüstrideki rakipler ile karşılaştırılabilir şekilde hisse adedi ayarlayarak ADR fiyatları belirlenir.
- Yerel hisse fiyatları, global talep ve işlemlere bağlı olarak artabilir.
- İhraççının hisselerinin pazarını genişleterek likiditesini artırır.

#### **Yatırımcılara Faydaları**

- 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'a çevirme olanağı verir.
- ABD takas ve saklama sisteminde işlem olanağı tanır.
- Hisse fiyatları dolar cinsinden gösterilir ve kar payları dolar olarak ödenir.

#### **2.2.3.3. Vadeli İşlem Piyasası Araçları**

Gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik ve politik uygulamalar, bu ülkelerde yapılması olası olan yatırımların etkinliğinin azalmasına ve riskliliğinin artmasına neden olmaktadır. Yapılan araştırmalarda, uluslararası portföy yatırımlarında aşağıdaki faktörlerin ülke tercihlerinde önemli araçlar olduğu sonucuna varılmıştır.<sup>35</sup>

- Güvenilir verilere erişim
- Muhasebe ve raporlama standartlarındaki farklar
- İşlem maliyeti
- Peşin vergi ve diğer vergiler
- Likidite problemi
- İşlemlerin yerine getirilmesi ve teslim problemi
- Döviz riski
- Faiz oranı riski
- Enflasyon riski
- Politik ve mülkiyet riski
- Yabancı yatırımcılara konan sınırlamalar

<sup>35</sup> Korkmaz, a.g.e., s.70

Gelişmekte olan sermaye piyasalarındaki yatırımcılar, finansal ve ülkeye özgü riskleri en aza indirebilmek için türev ürünleri kullanmalıdırlar.

Vadeli işlemler piyasası içinde belli malların ve finansal ürünlerin üzerine hazırlanmış standart vadeli kontratların alınıp satıldığı piyasalardır. Bu piyasalar, malın fiziki olarak el değiştirdiği spot piyasalardan çok daha riskli ve karmaşık piyasalardır. Vadeli işlemler piyasasının varlığı; türev ürünlerinin oluşmasına ve yatırımcılara farklı yatırım alanları açmaktadır. Gelişmekte olan veya gelişmiş ülke olsun ilk önce tahvil piyasasına; daha sonra hisse senedi piyasasına sahip olmuş daha sonra finansal ürünlerin konu olduğu türev piyasaları oluşmuştur.

Uluslararası portföy yatırımları yapan yabancı yatırımcılar için vadeli işlem piyasaları, portföy risklerini “hedge” edebilecekleri birer dolaylı enstrüman olmaktadır. Bu yüzden, gelişmekte olan piyasalar, yabancı yatırımcılardan gelen talepleri göz önüne alarak, vadeli işlem piyasaların günlük finansal hayatlarına girmesi için acele etmektedirler. Likiditesi yüksek döviz ve türev piyasaları gibi yeni piyasaların ortaya çıkması, temel mali işlemlerin gerçekleşmesini sağlamış ve küresel mali piyasaların hızla gelişmesine katkıda bulunmuştur. Ancak bu piyasalarda yeni finansal araçların spekülative amaçla kullanılmaları risklerin çeşitliliğini artırmıştır. Sonuç olarak, daha geniş yelpazeli finansal araçlar ile derinleşmiş finansal piyasalar, bankaların, banka dışı mali kuruluşların, kurumsal yatırımcıların ve şirketlerin riskten korunmak amacıyla karmaşık stratejiler uygulayarak karşılaştıkları riskleri daha iyi kontrol edebilmelerine olanak tanımıştır.<sup>36</sup>

Globalleşmeyle birlikte artan riskler ve bu piyasaların kaldıraç etkisiyle çalışıyor olması gelişmekte olan piyasalarda birbirini izleyen krizlerde olumsuz katkısı olabileceğini akla getirmiştir. Vadeli piyasaların krizleri önlediği iddia edilirken diğer taraftan vadeli piyasaların açığa satış fırsatı verdiği için finansal krizleri büyüttüğü öne sürülmektedir. Diğer taraftan finansal risklerden korunma ( hedging ) amacına ek olarak, türev ürünler yerli ve yabancı yatırımcılara spekülative ve arbitraj fırsatları da sunmaktadır. Dolayısıyla çok çeşitli türev ürünlere sahip gelişen ülkeler, türev ürünlere sahip olmayan gelişmekte olmayan ülkelere göre daha fazla yabancı yatırımcı çekebilmektedirler.<sup>37</sup> Başka bir deyişle, türev ürünlere sahip gelişen piyasalar (TÜSGP) yatırımcılara genellikle daha fazla finansal ürün sunarak, yerli ve yabancı tasarrufların

<sup>36</sup> <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2000/Kuresellesme.html> ,01/12/2000

<sup>37</sup> Korkmaz, a.g.e., s.71

bu piyasalara girişini artırmaktadır. Türev ürünlerin varlığı ile yatırımcılar menkul kıymetleri daha sık aralıklarla değiştirebilmekte, bu işlemlerde piyasada etkinlik, likidite ve derinlik sağlayabilmektedir.

Bunun bir sonucu olarak, türev ürünlere sahip gelişen hisse senedi piyasaların performansları genellikle türev ürünlere sahip olmayan gelişen sermaye piyasalarına göre daha iyidir. Ayrıca zaman içerisinde gelişmelere paralel olarak, Latin Amerika, Asya ve Doğu Avrupa gibi dünyanın değişik bölgelerinde bulunan bazı gelişmekte olan ülkeler kendi türev piyasalarını kurmuşlardır.<sup>38</sup>

Tablo 4; den de görüldüğü gibi, ulusal piyasalarda işlem gören future ve opsiyon işlemleri yıllar itibariyle büyük bir artış göstermiş ve 1999 yılı itibariyle toplamda 13,5 trilyon dolara ulaşmıştır. Finansal araçlar kullanılarak çok çeşitli alım satım işlemlerine konu olabilen bu fonların en fazla faiz oranları üzerinde işlem yapmaları kısa vadeli garantili karlılık arama çabaları olarak yorumlanabilecektir.<sup>39</sup> Faiz oranı future'leri ve faiz oranı opsiyonları en çok işlem yapılanlardır. Menkul Kıymet İndeks opsiyonları da yıllar itibariyle büyük ilerleme kaydetmişlerdir.

Günümüzde, dünya çapında 59 vadeli işlem ve opsiyon borsası faaliyet göstermektedir. Toplam işlem hacmi 1998-1999 yılları arasında %3,3 oranında artarken, tamamen elektronik ortamda çalışan EUREX işlem hacminde birinci sıradadır.<sup>40</sup>

Uluslararası piyasaların gelişmesi ve artan entegrasyonla birlikte vadeli işlem piyasaları hem gelişen piyasalar hem de gelişmekte olan piyasalarda önemini koruyacaktır. Artan finansal enstrüman çeşitliliğiyle birlikte gelişmekte olan piyasalarda vadeli işlem piyasalarını etkin kullanmak zorundadırlar.<sup>41</sup>

<sup>38</sup> aynı, s.69

<sup>39</sup> [http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m\\_akdis.htm](http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m_akdis.htm), 10/12/2002

<sup>40</sup> Ali ÇOŞKUN, Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:39, Sayı 5, Mayıs 2002, s.87

<sup>41</sup> Korkmaz, a.g.e.s,81

Tablo 4’de, uluslararası piyasalarda işlem gören finansal araçlar ve miktarları gösterilmektedir.

**Tablo 4:Uluslararası Piyasalarda İşlem gören Finansal Araçların Miktarı (Trilyon \$)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Faiz Oranı Future’leri	4960	5875	5876	5978	7580	8019	7913
Faiz Oranı Options’ları	2362	2623	2714	3277	3639	4623	3755
Döviz Future’leri	34	40	33	37	42	31	36
Döviz Options’ları	75	55	120	133	118	49	22
Menkul Kıymetler Index Future’leri	110	127	172	195	211	290	334
Menkul Kıymet Index Options’ları	232	242	338	394	810	916	1458
Toplam	7775	8897	9282	10118	12407	13931	13521

Kaynak: [http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m\\_akdis.htm](http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m_akdis.htm) ,10/12/2002

### 2.3. Portföy Yatırımlarında Risk Faktörü

En geniş tanımı ile risk, objektif olasılıkla belirlenen kaybetme şansı olarak ifade edilir.<sup>42</sup>Riskin eksiksiz tanımı yapılmamakla beraber, genel kabul görmüş tanımlara göre risk, “bir finansal varlığın beklenen getirisinin belirsizlik derecesi ”olarak tanımlanabilir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi yatırımdan beklenen getiriden daha az getiri elde etme olasılığı vardır. Yatırımdan beklenen daha az getiri getirme olasılığı ne kadar artarsa, yatırımın riski de o kadar artmaktadır. Olasılık dağılımlarını, gerçekleşme ihtimallerine göre belirtilmiş muhtemel getiriler olarak adlandırabiliriz.

Menkul kıymet yatırımlarına baktığımızda iki kavramın öne çıktığını görmekteyiz. Risk ve getiri kavramı yatırım yaparken iki önemli faktördür. Bu durumda yatırımcının risk almadaki tutumu değişmektedir. Riski seven bir yatırımcı ise riskli menkul kıymetlere yatırım yapar, riski sevmeyen yatırımcı ise sabit getirili menkul kıymetleri tercih eder.Menkul kıymet yatırımlarında risk faktörünün önemi büyüktür.Yatırımcılar bir takım beklentilere ve tahminlere dayanarak yatırım yaparlar.Bekleyişlerin gerçekleşmemesi durumunda yatırımın riskli olduğu kabul edilir. Bir menkul kıymetin gerçekleşen getirisi, tahmin edilen getiriden ne kadar büyük

<sup>42</sup> Metin Coşkun,Finansal Kurumlar ,Eskişehir ,Anadolu Üniversitesi,2001, s.261

sapmalar gösteriyorsa söz konusu menkul kıymetin o kadar riskinin yüksek olduğu söylenebilir.<sup>43</sup>

Yatırımcının ülke dışında hisse senedi alım satımıyla uğraşmasının sebebi ise çeşitlendirmenin, yatırımın toplam riskini azaltması etkisidir. Dolayısıyla, çeşitlendirilmiş bir hisse senedi portföyüne sahip olmanın esas nedeni portföyün toplam riskini azaltmaktır. Uluslararası çeşitlendirilmiş portföyler ulusal olarak çeşitlendirilmiş portföylerden daha az risk taşırlar.<sup>44</sup>

Bir finansal varlığın riski, sistematik ve sistematik olmayan risklerin toplamıdır. Tablo 5’de finansal varlıkların risk kaynaklarını göstermektedir.

**Tablo 5: Finansal Varlık Risk Kaynakları**

Finansal Varlık Risk Kaynakları	
Sistematik Risk Kaynakları	Sistematik Olmayan Risk Kaynakları
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Faiz Oranı Riski</li> <li>• Satın Alma Gücü Riski</li> <li>• Pazar Riski</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Finansal Risk</li> <li>• Yönetim Riski</li> <li>• Faaliyet Riski</li> <li>• Sektör Riski</li> </ul>

Kaynak: Nevin Yörük, 'Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi', İstanbul, İMKB Yayınları, 2000, s.17

Sistematik risk çeşitlendirme yoluyla giderilemeyen, azaltılmayan risk olmasına karşın, sistematik olmayan risk, çeşitlendirme ile azaltılabilen giderilebilen risk türüdür. Sistematik risk ve sistematik olmayan riskin toplam riskin kaynaklarını oluşturmaktadır.<sup>45</sup>

$$\text{Toplam Risk} = \text{Sistematik Risk} + \text{Sistematik Olmayan Risk}$$

### 2.3.1. Sistematik Risk

Toplam risk kaynaklarından olan sistematik risk, veya pazar riski, veya çeşitlendirilemeyen finansal varlığın kendi dinamiklerinden değil savaş, enflasyon, durgunluk ve yüksek faiz oranları gibi tüm şirketleri etkileyen, tamamıyla dış etkenlerden kaynaklanan bir risktir.

<sup>43</sup> aynı, s.62

<sup>44</sup> Hüseyin Dağlı, 'Türkiye'nin Risk ve Getiri açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar', No:4, Ankara, İşletme ve Finans Yayınları 1996, s.21

<sup>45</sup> Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, 'Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi', Bursa, Ekin Yayınları, 1995, s.31

Bir borsanın sistematik riski, yok edilemeyen volatilitesidir. Sistematik riski yüksek olan bir borsada yatırımcılar, ancak yüksek getiri halinde piyasaya gireceklerdir. Bir borsanın sistematik riski, o ülkedeki hisse senetlerinin uluslararası fiyatlarla ne derece ilişkili olduğuna diğer bir değişle fiyat hareketleri arasındaki korelasyona bağlıdır. Fiyat hareketlerinin birbiriyle sıkı ilişki halinde olması, aralarında yüksek korelasyon olduğunu gösterir. Bu da böyle borsalar için yok edilemeyen volatilitesinin yüksek olması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla uluslararası yatırımcılar açısından bir borsanın volatilitesinin yüksek olmasından çok, diğer borsalardaki fiyat hareketleri ile ilişkisi önem taşımaktadır. Çünkü, volatilitenin bir kısmı çeşitlendirmeye ortadan kaldırılabilmektedir.<sup>46</sup>

Sistematik riskin kaynakları sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişimlerdir.<sup>47</sup> Yatırımcının gerek farklı alanlara yatırım yaparak gerekse menkul değerler arasında çeşitlendirmeye giderek riski ortadan kaldırmaları mümkün değildir.

Sistematik riskin başlıca kaynakları şöyle sıralanabilir.<sup>48</sup>

- **Fiyat riski (Pazar Riski)**

Geçerli bir ekonomik nedene dayanmayan, daha çok psikolojik etkiler sonucu, finansal varlık fiyatlarında görülen düşüşler, yatırımcılar açısından pazar riskini oluşturur. Pazar riskinden kaynaklanan fiyat değişimleri, şirketlerin denetimi dışındadır. Beklenmeyen bir savaşın başlaması veya bitmesi, seçim yılı olması, politik faaliyetlerin artması veya ülkedeki başkanın veya başbakanın ölmesi, pazarda spekülasyon faaliyetlerinin artması ve benzeri gibi pazarı etkileyen psikolojik faktörlerdir.

- **Enflasyon riski (Satın Alma Gücü Riski)**

Satın alma gücü riski, fiyat düzeylerindeki değişimler nedeniyle paranın satın alma gücündeki azalmalar olarak ifade edilebilir. Enflasyon riski de denilen satın alma gücü riski, yatırıma tahsis edilmiş paranın enflasyonun etkisi ile satın alma gücünün azalması olarak kendini göstermesidir. Tüm finansal varlık fiyatları, satın alma gücü azalmasından farklı derece etkilenmektedir. Yapılan araştırmalar, hızlı enflasyon dönemlerinde sabit gelir sağlayan finansal varlıklara yatırım yapan tasarruf sahibinin satın alma gücünün daha çok azaldığını, buna karşılık hisse senedi alan yatırımcıların

<sup>46</sup> Ünal, a.g.e; s.26

<sup>47</sup> Ceylan ve Korkmaz, a.g.e, s.31

<sup>48</sup> Yörük, a.g.e, s.19-20

satın alma gücünün, enflasyonist dönemlerde sabit kalma eğiliminde olduğunu göstermektedir.

- **Faiz oranı riski (Yeniden Yatırım Riski)**

Faiz oranı riski, pazardaki faiz oranını yükselme olasılığı olarak tanımlanabilir. Pazar faiz oranında meydana gelen değişimler, finansal varlıkların pazar fiyatlarında ve dolaylı olarak da verimliliklerinde değişmelerin nedeni olabilmektedir. Pazar faiz oranında ortaya çıkan değişme yatırımcının verim anlayışını da etkileyerek pazarda finansal varlıkların fiyatlarını da etkileyebilir. Bu etkilenme, finansal varlık ile ilgili nakit girişlerinin iskonto edilmesinde kullanılan iskonto oranının temelinde cari faiz oranının bulunmasından kaynaklanır. İşte bir finansal varlığın faiz fiyatındaki değişmelere bağlı verim değişkenliği faiz oranı riskini oluşturmaktadır.

Sistemik riskleri çeşitlendirme yoluyla yok edilemeyen risk olarak tanımlamıştık. Uluslararası portföylerde sistemik risklerin, global bir portföyde sistemik olmayan risk haline gelmektedir. Ülkelerarası negatif veya düşük korelasyon yoluyla çeşitlendirme, bu risklerin azalmasına yardımcı olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapacak olan uluslararası yatırımcı için sistemik riskler, sistemik olmayan risklerden daha önemlidir.

Gelişmekte olan ülkelerin ortak özelliği, planlı ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçerken yaşadığı problemlerdir. Bu durumdaki bir çok ülke hızlı bir değişim süreci geçirmektedir. Uygulanmaya çalışılan bir çok reform hukuki alt yapı ve sosyal sorunlara neden olmaktadır. Son yıllarda birçok gelişmekte olan piyasa hukuki alt yapısını tamamlamak için önemli adımlar atmışlardır. Yatırımcıların haklarını koruyan ve yatırım yapılabilirliği kolaylaştıran bir çok reform tam olarak yerleşmemiştir. Hukuki alt yapının tam olmamasının dışında farklı muhasebe standartlarının uluslararası muhasebe standartlarından farklılıklar taşıması uluslararası yatırımcılar için aynı bir risk kaynağıdır.

### 2.3.2 Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, toplam riskin firmaya ya da firmanın içinde yer aldığı sektöre özgü kısmıdır. Toplam riskin diğer kaynağı olan sistemik risk, menkul kıymetin ait olduğu şirketin kendi dinamikleriyle bağlantılıdır ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgisi yoktur. Grevler, yönetim hataları, yeni buluşlar, reklam



kampanyaları,tüketici tercihlerinde değişikler,kanuni uygulamalar,firmanın getirilerinde dalgalanma yaratabilir. Sistematik riskin kontrol edilmesi imkansız iken, sistematik olmayan risk kaynaklarında yapılan değişiklerle ve yöntemlerle kontrolü mümkündür. Sistematik olmayan risk kaynakları olarak finansal risk, iş ve endüstri riski ve yönetim riskini gösterebiliriz.

### 2.3.3. Uluslararası Portföy Yatırımlarında Karşılaşılan Riskler

1980'li yılların popüler kavramı postmodernizm iken, 1990'lı yılların kavramı globalleşme olmuştur.Globalleşme kavramının yaygın olarak kullanılmasının gerisinde, dünyanın önümüzdeki bin yıla girerken önemli değişimler yaşadığı varsayılmaktadır.Yatırımcılar, riski azaltma amacıyla, kendi piyasaları dışındaki piyasalarda, kazanç fırsatı olduğu düşünölen finansal varlıklara yatırım yapmaya başlamışlardır. Kurumsal yatırımcılarında piyasalarda etkin bir aktör olmasıyla uluslararası portföy yatırımları ön plana çıkmıştır. Gelişen piyasalar yatırımcılara genel olarak, daha fazla kazanç sağlama fırsatları sunmaktadırlar. Bunun nedenleri olarak, yatırım araçların yelpazesinin genişliği, devlet müdahaleleri ile rekabetin engellenmesinin, bu piyasalardaki şirketlerinin daha fazla kar elde etmelerini sağlaması ve yeterince etkin olmayan bu piyasalarda düşük değerlendirilmiş hisse senedi bulma fiyatlarının olması gösterilebilir.<sup>49</sup>

Uluslararası alanda yapılan yatırımlarda en göze çarpan gelişme şüphesiz ki gelişmekte olan piyasalara yapılan yatırımlardır.Uluslararası yatırım kararının alınmasında ön önemli faktör risktir. Globalleşmeyle birlikte artan sermaye hareketleri ve paranın hızlı dolaşımı uluslararası yatırım kararlarında risk faktörünün önemi artırmıştır. Sermayenin önüne kısıtlamalar koyan birçok ülke yaşadığı finansal liberalizasyonla birlikte kısıtlamaları kaldırmış ve uluslararası yatırımcıya birçok yeni pazar açılmıştır. Uluslararası yatırımlarda risk üç ana grupta toplanmaktadır.<sup>50</sup>

- Global risk
- Ülke riski
- Mikro-Ekonomik Risk

<sup>49</sup> Dağlı,a.g.e.,s.2

<sup>50</sup> Tezcanlı Varış ve diğerleri ,a.g.e.,s,31

İyi çeşitlendirilmiş bir uluslararası portföyün dahi sistematik riskinden arındırılmayacağını belirtmiştik. En iyi çeşitlendirilmiş uluslararası portföy global risklerle karşı karşıyadır. Dünya piyasası için düşünüldüğünde dünya konjektürel riski sistematik risk olmaktadır. Diğer taraftan, uluslararası yatırımlarda sistematik olmayan risk kavramı ile ülke riski ve firma riski toplamı dikkate alınmaktadır.

Sistematik olmayan risk kavramı uluslararası bir portföyde, global risk, ülke riski ve mikro ekonomik risk kavramını da içermektedir. Yerel bir yatırım için sistematik risk kabul edilen “ülke piyasasının riskliliği,uluslararası portföy yatırımlarında bir sistematik olmayan risk haline gelmekte ve bir portföyün yatırımlarının değişik ülkelerde yapılmasıyla bu risk indirilebilecektir.

### 2.3.1.1. Global Risk

Global risk, tanım olarak, dünya piyasalarını geniş kapsamda etkileyebilecek her türlü olayı içermektedir.<sup>51</sup>

Dünya ekonomisini sarsan 11 Eylül saldırısı global risk örneğini tüm açıklığıyla ortaya koymaktadır. Çünkü global risk portföy için sistematik risktir ve çeşitlendirmeyele yok edilmez. Global risk piyasaların birbirine entegre olması ve globalleşme yoluyla son yıllarda daha da güçlenmiştir. Artık herhangi bir piyasada yaşanan olumsuzluklar, ya da savaş hali, terörist saldırılar diğer piyasaları da etkilemektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki olumlu ve olumsuz gelişmeler anında diğer piyasalara yansımaktadır. Yerel piyasalara yapılan yatırımlardaki pazar riskinin dünya boyutuna çıkarılmış bir yatırımdaki eşdeğeri global risktir ve uluslararası portföyde kaç ülke olursa olsun, global risk minimize edilemez, çünkü global risk dünya konjonktürünün riskidir.

Portföy yatırımlarında global riskin en iyi örneklerinden biri Ekim 1994'te Güney Doğu Asya, Latin Amerika, Avrupa ve ABD borsalarında (Türkiye'de dahil) %10-30 arası düşüş yaratan dalgalardır. Finansal serbestleşme hareketleriyle birlikte bir piyasada başlayan düşüşler yumak halinde diğer piyasaları da etkilemektedir. En iyi örnek ise, 11 Eylül 2001 tarihinde ABD'de yaşanan terörist saldırılardır. Finansal piyasalarda global ölçekte bir etki yaratırken, hisse senedi ve emtia piyasalarında önemli fiyat dalgalanmaları oluşturmuştur. Saldırıların hemen ardından ABD Merkez

<sup>51</sup> aynı,s.32

Bankası yetkililerince piyasalara yeterli likiditenin sağlanacağına duyurulması, özellikle bankacılık sektöründe oluşabilecek büyük çaplı panik hareketlerinin önünü kesmiştir. ABD ekonomisindeki durgunluk beklentileriyle birlikte, global bazda büyüme hedefleri de aşağı çekilmektedir. ABD borsalarının, panik satışları engellemek ya da en azından hızını kesmek amacıyla olayın gerçekleştiği hafta boyunca kapalı tutulması ise açılışla birlikte gelen büyük düşüşleri engellenememiştir. Dünya borsaları da aynı şekilde tepki vererek önemli ölçüde gerilemiştir. Özellikle havayolu ve sigorta şirketlerinde önemli kayıplar oluşmuştur. Yatırımcıların ilk etapta hisse senedi piyasalarından çıkarak emtia piyasalarına yönelmesi ve körfez bölgesinde çıkabilecek savaş ihtimali, petrol fiyatlarında ciddi dalgalanmalara yol açmıştır. 27-28 dolar seviyelerinde seyreden ham petrol varil fiyatı önce 32 dolar düzeyine çıkmış, ancak ardından OPEC' ten gelen açıklamalar ve global resesyon beklentileriyle 20 \$'a kadar gerilemiştir. Altının onsu ise 270 \$ seviyesinden 290 \$ ulaşmıştır. Diğer önemli bir gelişme ise Euro/Dolar paritesinin de yaşanmış ve saldırı öncesinde 0.89-0.90 düzeyinde olan parite 0.92-0.93'e kadar yükselmiştir. Yabancı sermayenin bu gibi durumlarda daha güvenli yatırım araçlarını seçme stratejisi sebebiyle gelişmekte olan ülkelerin, uluslararası piyasalardan fon yaratma konusunda zorlanmaları ve fonlama maliyetlerinin artmasına sebep olmaktadır.<sup>52</sup>

### 2.3.3.2. Ülke Riski ve Derecelendirme

Ülke riskiyle ilgili bir çok tanımlamalar yapılmıştır. Bu tanımlamalardan iki tanesi şunlardır;<sup>53</sup>

Ülke riski , “sınırlar ötesi kredi verme ilişkilerinde, kredi açılan ülkede meydana gelebilecek bazı olaylar neticesinde kayba uğrama olasılığıdır.”

Ülke riski , “bir ülkenin belirli ölçüde kendi etkinliğindeki olaylar nedeniyle dış borç yükümlülüklerini yerine getirememeye olasılığıdır.”

<sup>52</sup> [http://www.garanti.com.tr/garanti\\_dergisi/ekim2001/dunyada\\_ekonomi.html](http://www.garanti.com.tr/garanti_dergisi/ekim2001/dunyada_ekonomi.html) ,30/10/2001

<sup>53</sup> Nevin Yörük, **Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Riski Derecelendirilmesindeki Değişimler**; No:4, Tokat :Gazi Osman Paşa Üniversitesi, İİBF Yayınları, 1999, s.2

Uluslararası finans ve bankacılık alanında ülke riski konusunda tam bir kavram kargaşasına rastlanmakta, söz konusu kavram hükümet riski, transfer riski, ticari risk ve politik risk sözcükleri ile birlikte veya onların yerine kullanıldığı gözlenmektedir.<sup>54</sup>

- Hükümet riski (Sovering risk ), bağımsız bir devletin hükümetine verilen kredilerin ödenmesinin taşıdığı belirsizliktir.
- Transfer riski, döviz yetersizliği nedeniyle ülkenin dış borç yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığıdır.
- Ticari risk, belli bir şirketin sektörel gelişmeler nedeniyle teknik likitidesini yitirebilmesidir.
- Politik risk, hükümet kararları sonucunda bir yatırımın nakit pozisyonu değerinde, bir değişime maruz kalma olarak tanımlanabilir.

Ülke riski kavramı doğrudan yatırım kararlarında yatırımcı firma ve ülkeler için karar almada önemli rol oynamaktadırlar. Uluslararası portföy yatırımlarında da yatırım yapılırken göz önünde bulundurulması gerekli en önemli risk faktörü ülke riskidir. Ülke risklerinde politik ve ekonomik risk ön plana çıkmaktadır. Shapiro, ülke riskliliğini 4 kriterde incelemektedir.<sup>55</sup>

- **Mali Risk:** Bu risk, devletin bütçe açıklarının, gayri safi milli hasılaya oranı şeklinde gösterilmektedir.
- **Kontrollü döviz kuru sistemi:** Ülkeye para transferinde kısıtlamalar olması ve devalüasyonun olasılığı, yabancı sermayenin girişimini engellemektedir.
- **Üretken olmayan devler harcamaları:** Bu risk, dış borca bağımlı büyüyen bir ekonomide, alınan borçlarla tüketimin sübvanses edilmesini belirtmektedir.
- **Ülke kaynakları:** Bir ülkenin finansal, doğal ve işgücü kaynaklarının yeterli oranda etkin kullanılmaması da ülke riskini artıran bir faktördür.

Uluslararası finans piyasasında haklı bir üne sahip olan Euromoney ise ülke riski hesaplamasına şu kriterlere göre yapmaktadır.<sup>56</sup>

- **Analitik göstergeler:** Bu göstergeler, temel olarak üç ekonomik orandan oluşmaktadır. Bunlar, borç servisi / İhracat, ödemeler dengesi/ GSMH ve dış borç / GSMH'dir.

<sup>54</sup> aynı ,s.2

<sup>55</sup> Tezcanlı Varış ve diğerleri, a.g.e., s.34

<sup>56</sup> aynı, s.34

- **Kredi göstergeleri :** Ülkenin genel kredibilitesi ile ilgili olarak ödeme kayıtları ve gelecek borç servisleri incelenir.
- **Piyasa göstergeleri:** Bu kriter ise daha çok ülkenin dış piyasalardan borçlanma gücü, kısa vadeli finansman bulma gücü, tahvil piyasalarına giriş olanakları ve buradaki ikinci el likiditesi incelenir.

Ülkede devalüasyon olasılığı, dış borçlar fazlalığı uluslararası portföy yatırımlarında uluslararası yatırımcıların ön planda tuttıkları risklerdir. Ekonomik ve politik risk aynı ölçüde sektörlere yansımaz. Devalüasyon bazı sektörler için ölümcül olabileceken, ihracata ağırlık veren sektörler için tercih edilen bir uygulamadır. Bu nedenle ülke riski ve mikro ekonomik risk birbirinin içine geçmiş kavramlardır.

Ülke riski kavramını, derecelendirme şirketlerini doğurmuştur. Derecelendirme kuruluşları sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerini, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde karşılayabilme riskini ölçerek piyasaya bilgi sağlayan finansal kurumlardır.

### 2.3.3.3. Mikro Ekonomik Risk

Uluslararası yatırımlarda yatırımcıların en son aşama olarak inceleyecekleri risk, yatırım yapılacak sektör ve firmanın seçilmesidir. Uluslararası yatırımcı sermayesine göre öncelikle hangi ülkelere yatırım yapacağını karar verirse, ikinci aşamada her bir ülke için de hangi firmalara yatırımının uygun olabileceğini portföyüne göre saptar.

Bu aşamada üç temel rasyo şirketlerin uluslararası bazda değerlerinin karşılaştırılmasında kullanılır.<sup>57</sup>Bu rasyolar; Fiyat / kazanç oranı, piyasa değeri / defter değeri oranı ve temettü verim oranıdır .Uluslararası yatırımcı bu rasyoları kullanarak şirketin yükümlülüklerini karşılayabilme yeteneğini, politik risk duyarlılığını, uluslararası rekabet gücü gibi özelliklerini analiz eder.Mikro ekonomik riskle ülke riskinin bir arada değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkan riskler, bir uluslararası portföyde sistematik olamayan riskleri belirlemektedir.

<sup>57</sup> Doğu, a.g.e s.54

### 3. ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE ÇEŞİTLENDİRME

1980’li yıllarda yaşanan globalleşmeyle birlikte artan gelişmelerden en önemlisi artan portföy yatırımlarıdır. Yatırımcılar, riski azaltmak amacıyla, kendi piyasaları dışındaki piyasalarda, kazanç fırsatı yarattığı düşünülen finansal varlıklara yatırım yapmaya başlamışlardır. Kurumsal yatırımcıların artması, uluslararası yatırımcıların artmasında son derece etkili olmuştur. Sistematik olmayan riskinde çeşitlendirilmiş portföyle azaltılabilir hatta yok edilebilir olması bu konuda birçok çalışmanın yapılmasını sağlamıştır. Riskin çeşitlendirilme yoluyla azaltılması ile ilgili ilk çalışma Harry Markowitz’in “Modern Portföy” kuramıdır.<sup>58</sup> Daha sonraları, Sharpe, Lintner ve Tobin’in çalışması sonucunda “Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli” ortaya atılmış ve birçok kullanım alanına sahip olmuştur. Bu arada Steve Ross, CAPM’a alternatif olarak “Arbitraj Fiyatlama Modelini” ileri sürmüştür.

#### 3.1. Uluslararası Portföy Yatırımlarında Çeşitlendirme ve Uluslararası Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (ICAPM)

Uluslararası yatırımlarda, farklı yatırım fırsatları arasında seçim yapmak üzere uluslararası rasyonel bir yatırımcı iki yönlü bir tercih yapabilir. Bunlardan birincisi, aynı risk seviyesindeki yatırımlardan daha yüksek beklenen getiri olasılığı olanı ve ikinci olarak da, aynı beklenen getiri seviyesinde riski daha düşük olanın tercih edilmesidir. Bu yaklaşım Harry Markowitz tarafından sunulmuştur. Markowitz, bir portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkilerin araştırılması ve getirileri arasında tam pozitif korelasyon bulunmayan menkul kıymetlerin bir portföyde toplanması ile beklenen getiride bir düşme olmaksızın sistematik olmayan riskin azaltılabileceğini öne sürmüştür.<sup>59</sup>

Modern Portföy Teorisi, başlangıçta yerel piyasalardaki varlıklar kullanılarak incelemeye alınmıştır. Özellikle 1970’li yılların ilk yarısında etkin portföylerin, uluslararası piyasaları da dikkate almasıyla, daha etkin gerçekleşebileceği görülmüştür. Nitekim yerel piyasayla sınırlı oluşturulabilecek herhangi bir portföy, en azından o piyasaya ilişkin sistematik riski içereceğinden etkinliği yeterli düzeyde sağlayamayacaktır. Bu aşamada farklı pazarlara yönelmek kaçınılmazdır. Bu

<sup>58</sup>Oral Erdoğan, *Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli*, İstanbul, İMKB Yayınları, 1997, s.90

<sup>59</sup> aynı, s.36

durumda, uluslararası portföy yatırımlarında çeşitlendirme boyutu ortaya çıkmaktadır. Uluslararası boyuta bakıldığında ise, farklı piyasalarda farklı risk yapıları olması ve henüz tam bütünleşme ortamının oluşmamasından, dünya piyasaların bölünmüş bir yapıda olduğu ortaya çıkmaktadır. Uluslararası piyasaların getirileri arasındaki ilişkilerde, aynı yerel bir piyasadaki farklı finansal varlıkların getirileri gibi, çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılmasına izin verecektir. Özetle ifade edilirse, artık sadece tek bir yerel piyasaya bağlı kalmadan global anlamda fiyatlandırma ve portföy modellerinin kullanılması gerekmektedir.<sup>60</sup>

Modern portföy teorisi uluslararası alanda üç yöntemle ele alınabilir. Uluslararası çeşitlendirme yapılırken ilk olarak farklı ülkelerde menkul kıymetler arasında korelasyon katsayısı negatif olan menkul kıymetler portföye alınabilir. İkinci olarak, ülkelerin aralarında negatif korelasyonun geçerli olduğu farklı endüstrilerden seçilecek menkul kıymetlerin portföye alınmasında yarar vardır. Üçüncü seçim yöntemi, ilk iki yöntemin karışımı olarak ele alınmalıdır.

Uluslararası çeşitlendirme ile portföy riskinin azaltılabilmesi için aşağıdaki koşulların varlığı gerçekleşmelidir.<sup>61</sup>

- Ülkeler arasındaki menkul kıymet verimliliklerinin farklı olması,
- Ülkeler arasındaki enflasyon oranının farklı olması,
- Ülkeler arasındaki risk primlerinin farklı olması,
- Ülkeler arasındaki büyüme oranlarının farklı olması,

William Sharpe, John Lintner ve Jan Mossisn tarafından geliştirilen Sermaye varlıklarını fiyatlama modelini, uluslararası menkul kıymet yatırımları açısından ele alınacak olursa yerel piyasa için kullanılan fiyatlama modelinden farklı olarak, uluslararası pazar riskini temsil etmek üzere yeni bir global piyasa faktörü kullanmak anlamlı olmaktadır. Sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin uluslararası piyasalar da dikkate alınarak düzenlenmesi ile bir portföy için beklenen getiri aşağıdaki şekilde verilmektedir.

$$E(R_i) = RF + B(E(RW) - RF)$$

<sup>60</sup> Erdoğan ,a.g.e , s.8

<sup>61</sup> Ceylan ve Korkmaz,a.g.e., s.213

Burada  $E(R_I)$ ,  $I$  finansal varlıkların beklenen getirisi;  $R_F$ , piyasadaki risksiz getiri beklentisi ; $B, I$  varlığının getirisinin dünya piyasasına bağımlılığını;  $E(R_W)$ , dünya piyasası için beklenen getirisini göstermektedir.

ICAPM 'in uluslararası yatırımlarda kullanılabilirliğini test etmek için yapılan çalışma global anlamdaki tüm modellerde ,New York, Tokyo ve Londra borsalarının dünya piyasasını ifade etmekte anlamlı olduğu görülmüştür. Dolayısıyla bu ülke borsalarından oluşacak etkin portföylerin riskinin genel olarak dünya konjonktürü olacağı açıktır. Ancak sadece bu üç piyasadaki oluşturulan portföylerin minimum sistematik olmayan riske sahip olduklarını söylenemez. IFC tarafından yayınlanan ve ülke borsalarının korelasyon katsayılarını gösteren tablolar bize, gelişmekte olan piyasaların, gelişmiş piyasalara olan korelasyonlarının çok düşük veya negatif olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan piyasalar, dünya piyasalarına tam olarak entegre olamadıklarından, kendi iç dinamiklerinden fazlasıyla etkilenmekte ve bu yüzden getirilerinin gelişmiş piyasalarının getirileri ile ilişkisi anlamlı olmamaktadır. Uluslararası etkin portföy oluşumunda portföyün sistematik riskinin düşürülmesinde gelişmekte olan piyasalar son derece önemli çeşitlendirme fırsatları sunmaktadırlar.



## İKİNCİ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE YABANCI YATIRIMCILARIN KONUMU VE YATIRIM TERCİHLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

#### 1.YABANCI YATIRIMCILARIN İMKB'DEKİ PAYLARI

1980'lerin başından itibaren, gelişmekte olan piyasalarda olduğu gibi Türkiye'de de yeni bir ekonomik program başlatılmış ve liberalizasyon programları uygulanmaya başlamıştır. Finansal liberalizasyondaki amaç, piyasa mekanizmasına dayalı, dünya piyasalarıyla entegrasyonu sağlayacak ekonomik büyüme ve istikrarın sağlanmasıdır. 1980'li yıllarda yapılan yabancı sermayeyi teşvik edici düzenlemeler, kur politikaları, bankalararası para piyasaların kurulması, açık piyasa işlemleri ve bazı vergi düzenlemeleriyle birlikte serbest piyasa mekanizmasının kurulması politikaları, sermaye piyasasının da gelişmesinde önemli rol oynamıştır.

Türkiye'deki liberalizasyon çerçevesinde, mali sistemde serbest faiz politikası; konvertibiliteye geçişle paranın yurt içi ve yurt dışında serbest dolaşımı, vergi teşvikleri, kredi kısıtlamalarının esnekleştirilmesi, yabancı sermayenin teşviki gibi adımlar atılmıştır. Türk menkul kıymetleri üzerine yabancı portföy yatırımcılarının yaptıkları işlemlere hiçbir sınırlama getirilmemiştir. Ağustos 1989'da kabul edilen 32 sayılı Karar ile, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmak isteyen yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara getirilmiş olan bütün sınırlamalar kaldırılmıştır. Bu düzenlemeyle, Türk hisse senetleri ve tahvil piyasaları, sermayenin ve kârların yurtdışına çıkarılmasına hiçbir engel getirilmeksizin yabancı yatırımcılara açık hale gelmiştir. 32 sayılı karar ile, Türk yatırımcıların yabancı menkul kıymet satın almasına da izin verilmiştir.<sup>62</sup>

<sup>62</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yabancı/portfovy.htm> ,10/12/2003

**Tablo 6 :Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri  
(Milyon \$ )**

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1996	2.457	2.849	3.029	2.736	2.489	2.965	2.617	2.551	2.790	2.926	3.165	3.085
1997	4.655	4.564	3.997	3.577	3.793	4.456	4.728	4.938	5.970	5.881	5.465	6.018
1998	5.718	5.296	5.373	6.864	5.765	6.095	6.589	3.845	3.200	3.068	3.668	3700
1999	3.429	5.196	5.554	6.741	5.853	5.555	6.603	5.555	7.001	7.362	8.920	15.358
2000	14.597	13.362	12.734	15.046	11.390	11.338	11.999	11.188	9.503	10.645	8.079	7.404
2001	8.636	5.331	4.009	5.725	4.863	4.796	3.938	3.949	2.988	3.742	4.580	5.635
2002	5.812	4.719	5.430	5.370	4.313	3.716	3.643	3.413	3.124	3.657	4.533	3.450
2003	3.769	4.108	3.033	3.914	4.270	4.323	4.237	4.945	5.770	6.810	6.693	

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/uyeler/portfoy.htm> ; 30/11/2003

Yıllar itibariyle yabancı yatırımcılara ait portföy yatırımlarına baktığımızda 1999 yılı Aralık ayına kadar belli seviyelerde kalmış 1999 yılı aralık ayında son yılların en yüksek seviyesine 15.358 milyon \$'a çıkmıştır.2000 yılında portföy yatırımları içinde hisse senetleri yatırımları Kasım krizine kadar yüksek trendini sürdürmüş, 2001 yılında ülkemizdeki gelişmeler dahilinde genel bir düşüş trendine girmiştir. İMKB' de son beş yıllık dönemde yabancı alım satım işlemlerinin toplamı ise 84 milyar \$'ı aşmıştır. 2001 yılının ilk çeyreğinde ise işlem tutarı 2 milyar 80 milyon \$ düzeyindeydi. Satış işlemleri de yine aynı dönemde yüzde 16 azalışla 1 milyar 940 milyon \$, 1 milyar 628 milyon \$'a düşmüştür.1997-2001 yıllarını kapsayan 5 yıllık dönemde ise yabancıların işlem hacimleri, 40 milyar 848 milyon \$'ı alış, 43 milyar 168 milyon \$ satış olmak üzere toplam 84 milyar \$'ı aşmıştır.<sup>63</sup>

İMKB' deki şirketlerin toplam piyasa değerinin 34 milyar \$ olduğu 1998 yılında yabancıların portföyü 3.4 milyar \$ düzeyindedir. Toplam piyasa değerinin 114.3 milyar dolara çıktığı 1999 sonunda yabancıların portföyü 15.4 milyar \$, piyasa değerinin 69.5 milyar \$ olduğu 2000 sonunda yabancıların portföyü 7.4 milyar \$, toplam piyasa değerinin 47.7 milyar \$ olduğu 2001 sonunda ise yabancıların portföyü 5.6 milyar \$ düzeyindedir.2002 Ocak ayına geldiğimizde ise İMKB' deki şirketlerin yüzde 12'sine yakın bir bölümü kontrol eden yabancı yatırımcıların ;İMKB' deki hisse senedi işlem hacmi içerisindeki payı ise Ocak ayında yüzde 16.4'e kadar yükselmiştir. Bu oran

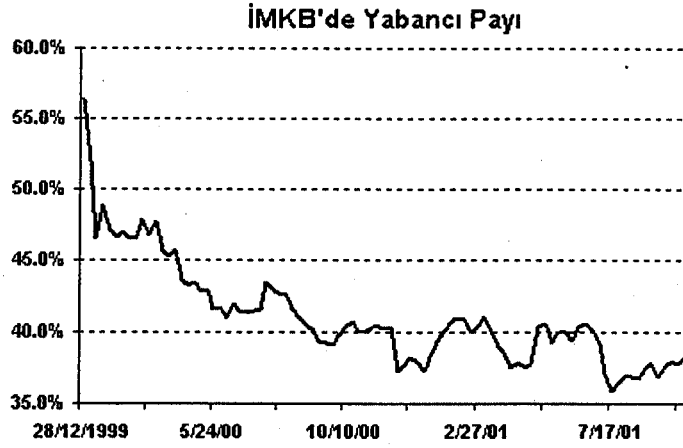
<sup>63</sup> <http://www.ntvmsnbc.com/news/167171.asp> ; 01/08/2003

yabancıların Ocak ayındaki işlemlerinin önceki aylara göre biraz daha yoğunlaştığını göstermektedir. İMKB' deki hisse senedi piyasasında ocakta toplam 8 milyar 415 milyon \$ işlem gerçekleşmiştir. Bu işlemlerin 1 milyar 384 milyon \$'ı ise yabancılar yapmıştır. Yabancılar geçen yılın son aylarında İMKB' de yaptığı işlemlerin toplam işlem hacmi içerisindeki payı % 12.7 ile % 14.4 oranları arasında değişmiştir. 2001 yılının tümünde yaptıkları toplam 12.1 milyar \$ işlem ise İMKB' nin 80.4 milyar \$ olan toplam işlem hacminin yüzde 15.1'ini oluşturmuştur.

İMKB' deki yabancı payı 1999 yılında en yüksek seviye ulaşmıştır. İMKB'nin gelişmekte olan piyasalar içinde en iyi performans gösterdiği 1999 yılında yabancıların payı %55'lerin üstündedir. İMKB, IMF ile imzalanan stand-by anlaşması ve açıklanan kur politikaları gibi etkenlerle yükselerek 1999'u yüzde 485'lik rekor artışla kapatırken, dünyada da en çok kazandıran borsa unvanını elde etmiştir. Yabancılar, bu dönemde net alıcı pozisyonundadırlar.

2000 yılının ilk ayında da performansını artırarak hızlı yükselişini sürdüren borsada, Endeks 18 Ocak'ta 20 bin puanı zorlayarak, 19,577 puanla doruğa ulaşmıştır.2000 yılı başında 14 milyar 597 milyon \$ olan yabancı portföy değeri, Mart sonunda 12.7 milyar \$ gerilemesine rağmen, Nisan sonunda yeniden 15 milyar 46 milyon \$ yükselmiştir. Daha sonra Ağustos ayı sonuna kadar 11 milyar \$ civarında gerçekleşen bu rakam, Kasım krizinin ardından çarpıcı bir düşüşle yılı 7 milyar 404 milyon \$ ile kapatmıştır.2001 yılı Ocak ayı sonunda 8 milyar 636 \$ olan yabancı yatırımcıların hisse senedi saklama bakiyeleri, 19 Şubat'taki MGK toplantısını Başbakan Ecevit'in terk etmesiyle ortaya çıkan krizden de ciddi şekilde olumsuz etkilenmiştir. Yabancıların portföy tutarı, dalgalı kur sistemine geçindiği Şubat ayının sonunda 5 milyar 331 milyon \$ düşerken, 1 ayda yaşanan çıkış 3.3 milyar \$ olmuştur. 2001 yılında ABD'deki 11 Eylül olaylarının yaşandığı Eylül ayı sonunda 2 milyar 988 milyon \$ ile yılın en düşük seviyesine inen yabancı yatırımcıların hisse senedi bakiyeleri, 2001'i 5 milyar 635 milyon \$ ile tamamlamıştır.

Şekil 1 : İMKB' deki Yabancı Payı



Kaynak: [http://www.yatirimyap.com/C/arastirma\\_index.asp](http://www.yatirimyap.com/C/arastirma_index.asp) , 01/10/2000

NOT: İMKB'na kote hisse senetlerinin takasta saklanan kısmı içindeki yabancı payı, Citibank, Chase Manhattan ve Osmanlı Bankası hesapları üzerinden hesaplanır.

Yabancı yatırımcılar, kriz sinyalleriyle birlikte hisse senedi portföylerini hızla boşaltmışlardır. İMKB verilerine göre, yabancılara ait saklama bakiyelerindeki kayıp 2.5 yılda 11.6 milyar \$'a ulaşmış, Haziran 2002 sonu itibariyle portföy tutarı yılın en düşük seviyesi olan 3.7 milyar \$ gerilemiştir.<sup>64</sup> 2000 yılında yabancı yatırımcıların payı %55'lerin üzerinde seyrederken ülkede yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlıktan etkilenmiş, ülkede yaşanan krizin üstüne 11 Eylül saldırısı dünya piyasalarına olumsuz havada eklenince Haziran 2002 itibariyle yabancı payları da %37'li rakamlara gerilemiştir. Yabancıların portföy değerlerinin değişimine bakıldığında 2000 yılından itibaren zarar etmişlerdir. 1999 yılı sonu ile 2002 Haziran dönemi arasındaki 2.5 yılda yabancı yatırımcıların saklama bakiyesi 11,6 milyar \$ gerileme ile 3,7 milyar \$'a düşmüş, düşüşün 2,5 milyar \$'ı net satıştan kaynaklanmış, 9,1 milyar \$'ı ise portföylerindeki değer kaybına denk gelmiştir.

<sup>64</sup> <http://www.ntvmsnbc.com/news/167171.asp>; 01/08/2003

**Tablo 7: Yabancı Yatırımcıların Portföy Büyüklükleri(Milyar \$)**

Yabancı Yatırımcı Verileri			
(milyar \$)	Saklama Bakiyesi	İşlem Hacmi	Net/Alış Satış
1999	15.358	17.879	1.024
2000	7.404	33.410	-3.134
2001	5.635	12.139	509
2002	3.450	12.869	-15

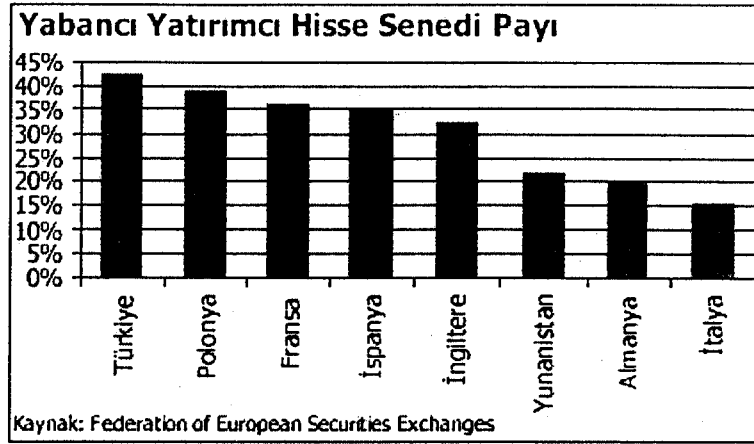
Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,

[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.131

Tablo 7’de piyasamızda yabancı yatırımcıların 1999 yılından 2002 yılı itibariyle saklama bakiyeleri ve işlem hacimlerini vermektedir.1999 yılında 15,358 milyar \$ olan saklama bakiyesi 2000 yılında 7,404 milyar \$’a gerilemiştir.2001 yılında da düşüş devam etmiş 5,635 milyar \$, 2002 yılında da 3,450 milyar \$ olmuştur.İşlem hacmine baktığımızda da tam tersi bir durum oluşmuştur. 1999 yılında 17,879 milyar \$ olan işlem hacmi 2000 yılında 33,410 milyar \$ yükselmiştir.Kasım 1999 ve Şubat 2000 yılında yaşanan krizlerin etkisiyle yabancı yatırımcılar satış yapmışlardır. Son üç yılda yabancı yatırımcıların portföy büyüklüğü 11,9 milyar \$ azalarak 15,4 milyar \$’dan, 3,45 milyar \$’a gerilemiştir.

Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra 1991 yılında yaşanan körfez krizi ve 1994 yılında meydana gelen finansal kriz olmak üzere yaşanan iki kriz kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olmuştur.Portföy yatırımlarını ise 1998 yılında ki Asya krizi olumsuz etkilemiştir.Özellikle hazinenin yurtdışı piyasalarda yeterince borçlanmaması ve yabancıların hisse senedi piyasasındaki net satışları da diğer etkenlerdir.2000 yılında ise IMF ile başlanan yeni program ve bunun doğrultusunda artan kredibilite ile hazinenin ve bankaların yurtdışında rahatça borçlanabilmeleri bu portföy yatırımlarını ve kısa vadeli sermaye hareketleri kalemlerinin yıl sonunda meydana gelen likidite krizin etkilerini ortadan kaldırmıştır. 2001 yılının Şubat ayında meydana gelen kriz ile hazinenin ve bankaların borçlanma olanaklarının sınırlı olması nedeniyle 2001 yılının genelinde kısa vadeli sermaye hareketlerini ve portföy yatırımlarını olumsuz etkilenmiştir.

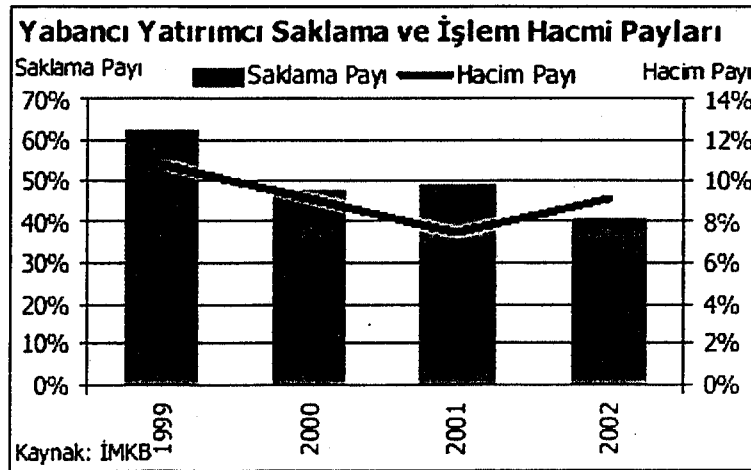
Şekil 2 :Yabancı Yatırımcı Hisse Senedi Payı (2000)



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.36

Dünya genelinde 2000 yılında yabancı yatırımcıların payları açısından bir değerlendirme yapıldığında, İMKB ve Varşova Borsası'nın gelişmiş ülke borsalarına göre oransal olarak daha yüksek yabancı yatırımcı çektiği görülmektedir.

Şekil 3 : Yabancı Yatırımcıların Saklama ve İşlem Hacmi Payları



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.130

Son dört yılda,yabancı yatırımcıların Takasbank'taki saklama bakiyeleri, ekonomide yaşanan olumsuz gelişmeler neticesinde İMKB şirketlerinin halka açık kısmının %60'ından %40'ına gerilemiştir.İşlem hacmindeki payları ise 1999 yılında %11 iken, 2001 yılında %7,4'e gerilemiş, 2002 yılında %9'a çıkmıştır.

### 1.1.Yabancı Yatırımcıların Tercih Ettikleri Sektörler

Gelişen borsalara yatırım yapan yabancılar için karlı ve gelecekte de kar potansiyeline sahip şirketlerinin hisseleri önem kazanmaktadır.Ülkemizde de yabancı yatırımcılar kar potansiyeline sahip hisselerle yatırım yapmaktadırlar.

Yabancı yatırımcılar özellikle piyasa kapitalizasyonu ve likititesi yüksek hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.Yatırımcılar için yatırım yaptıkları şirketin sektördeki gelecek beklentisi ve o sektörlerle ilgili yasal düzenlemeler önem kazanmaktadır.Ayrıca şirketin yönetim şekli, ortaklık yapısı hisse seçiminde önemli kriterlerdir.

**Tablo 8:Yabancı Yatırımcıların En Çok İşlem Yaptıkları 10 Hisse Senedi**

2002 Ocak-Kasım (\$)		2003 Ocak-Kasım (\$)	
Turkcell	1,390,094,348	İş Bankası (C)	2,117,017,646
Yapı ve Kredi Bank.	1,287,800,850	Turkcell	1,585,760,568
İş Bankası(C)	1,003,648,844	Akbank	1,323,539,841
Garanti Bankası	917,342,356	Garanti Bankası	1,314,208,543
Akbank	794,578,577	Yapı ve Kredi Bank	1,024,338,474
Sabancı Holding	684,069,459	Sabancı Holding	886,858,743
Koç Holding	624,579,235	Koç Holding	813,262,723
Tüpraş	512,278,815	Tüpraş	705,246,981
Vestel	390,901,512	Doğan Holding	498,540,999
Ereğli Demir Çelik	364,543,950	Ereğli Demirçelik	445,388,146

Kaynak:[http://www.hsbc.com.tr/HSBCYatirim/Arasirma/pdf/yabanci\\_islemleri/Yabanci-Islemleri-Kas03.pdf](http://www.hsbc.com.tr/HSBCYatirim/Arasirma/pdf/yabanci_islemleri/Yabanci-Islemleri-Kas03.pdf);01/11/03

Yabancı yatırımcıların en çok işlem yaptığı hisse senetleri İMKB 30 kapsamındaki hisselerden oluşmaktadır.İMKB 30 hisseleri kapsamında da bankalar ve holdingler ağırlıktadır.Yıllardır tüm bankalar yabancı yatırımcıların alım için ilgi odağı olmuşlardır ama artık tüm bankalar değil belli kriterlere erişmiş bankalar yabancıların portföylerine girebilmektedir.

### 1.2.Yabancı Yatırımcıların İMKB' deki Tercih Ettiği Yatırım Araçları

Genel olarak, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde hisse senetlerinin portföy içindeki payı daha yüksek olmaktadır.Gelişmekte olan ülkelerde ise, gerek devlet iç borçlanma faizlerinin yüksek olması gerekse hisse senetleri piyasalarında fiyat

oynaklığının fazla olması, kurumsal yatırımcıları daha çok sabit getirili enstrümanlara itmektedir.<sup>65</sup>

Türkiye’de başlıca sermaye piyasası araçları kamu kesimi tarafından ihraç edilen hazine bonosu, devlet tahvilleri ve bunlara bağlı olarak yapılan repo- ters repo işlemleri ile hisse senetlerinden oluşmaktadır. Geçmiş yıllarda ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK), finansman bonosu ve özel sektör tahvilleri ise 2002 yılına gelindiğinde tamamıyla ortadan kalkmıştır. Diğer bir deyişle, özel sektör firmalarının finansman için sermaye piyasasında başvurdukları araçlar yıllar içinde azalarak sadece hisse senediyle sınırlı kalmıştır. Özel sektörün sermaye piyasasındaki hareket alanının daralmasının başlıca sebebi, kamu kesimin yüksek borçlanma ihtiyacının yarattığı “dışlama” etkisidir. Menkul kıymet çeşitlerinin azalması, yatırımcılara sınırlı sayıda alternatif sunulabilmesine yol açmaktadır. Sıralamak gerekirse, yatırımcı, tahvil-bono, repo, mevduat, hisse senedi, yatırım fonları, altın alternatifleri arasında tercih yapmak durumundadır. Bunlara ek olarak, aslında bir yatırım aracı olmayan dövize de yönelmektedir.<sup>66</sup>

Ülkemizde de diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi kamu borçlanma gereksiniminin yüksekliği nedeniyle yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılarda portföylerinde sabit getirili enstrümanları tutmaktadırlar. Yabancı yatırımcılar Türkiye’de enflasyon düştükçe ve Türk Lirası değer kazandıkça, Türk iç borçlanma senetlerine daha fazla rağbet etmektedirler. Ancak yatırımcılar, Türkiye’de yatırım yapmak için ekonomik göstergelerin daha uzun vadede olumluya dönmesini beklendikleri için para girişi sınırlı kalmaktadır.<sup>67</sup>

Piyasamızdaki yabancı yatırımcı portföylerinin değeri (2000-2001) son iki yılda 15,3 milyar \$’dan 5,6 milyar \$’a inmiştir. 9,7 milyar \$ bu azalışın sadece 2,6 milyar \$’ı net satıştan, 7,1 milyar \$ kısmı ise portföy değer düşüklüğünden kaynaklanmaktadır. 1999 yılında yabancı yatırımcıların saklama bakiyeleri, dolaşımdaki tüm hisse senetlerinin %62’si iken, bu rakam 2000 yılında %47’ye inmiş, fakat 2001’de %49’a çıkmıştır.

<sup>65</sup> Oral Erdoğan, Levent Özer, Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar, İstanbul, İMKB Yayınları 1998, s.50

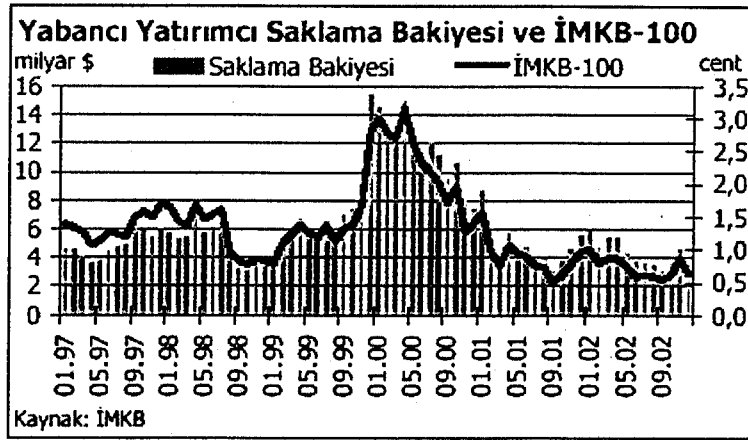
<sup>66</sup> [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm), 10/12/2003

<sup>67</sup> <http://www.ntvmsnbc.com/news/128940.asp>, 09/01/2002



Yıllar itibarı ile bakılırsa 2000 yılında yabancı yatırımcıların hisse senedi bakiyeleri 7,9 milyar \$ azalmıştır. Bunun 3,1 milyar \$'ı net satış olup 4,8 milyar \$'ı portföy değer kaybıdır. Diğer bir deyişle İMKB-100 endeksinin dolar bazında %57 düştüğü bir yılda yabancı yatırımcıların zararı %31 ile sınırlı kalmıştır. Zararın küçüklüğünün en önemli sebebi yabancı yatırımcıların satışlarını ağırlıklı olarak endeksin yüksek seviyelerde olduğu Ocak ve Şubat 2000'de gerçekleştirmiş olmalarıdır.

**Şekil 4:Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi Saklama Bakiyesi ve İMKB-100**



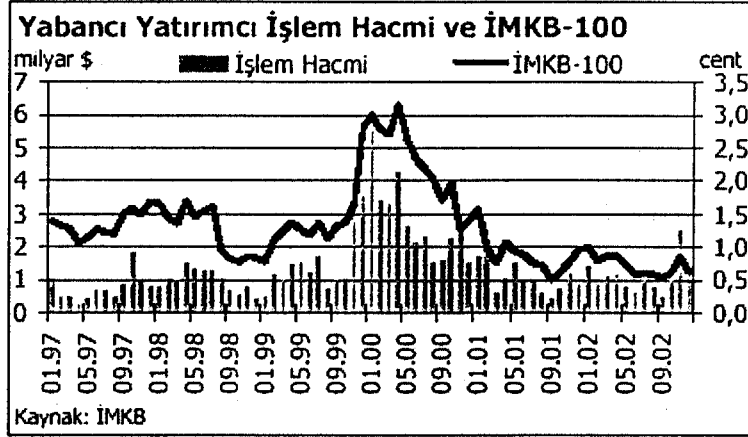
Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.132

Yabancı işlemlerine bakıldığında 2000 yılında toplam 33,4 milyar \$ olan işlem hacminin 2001 yılında %64 düşüşle 12,1 milyar \$'a indiği görülmektedir. Piyasanın genel işlem hacmindeki düşüş göz önüne alınsa dahi, yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmi içindeki payı %9,2'den %7,6'ya inmiştir. 2000-2002 yılları arasında saklama bakiyeleri düşüş göstermektedir. 2002 yılları arasındaki saklama bakiyelerine bakılırsa, yabancıların kriz ortamına rağmen net 111 milyon \$ alış yaptıkları, buna karşın portföy değerlerinin 12 milyar \$ azaldığı, sonuçta da saklama bakiyesinin 11,9 milyar \$ düştüğü görülmektedir. Kriz ortamına rağmen yabancı yatırımcılar son üç yılda net 111 milyon \$ yatırım yapmışlardır.<sup>68</sup>

Bu rakamlardan çıkan bir diğer sonuç ise yabancı yatırımcıların işlem hacimlerinin tuttıkları hisse senedi portföyüne göre düşük olduğudur. Bu da uzun vadeli yatırım yapıyor olmalarının bir sonucudur.

<sup>68</sup> [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) , 10/12/2003

Şekil 5:Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi İşlem Hacimleri

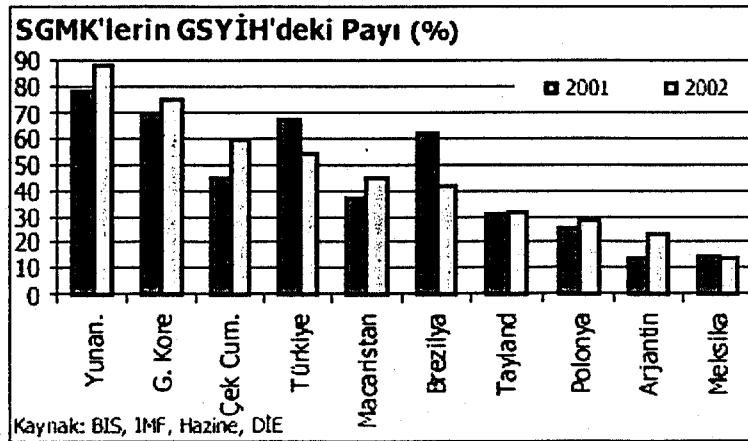


Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,

[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.133

Yabancı yatırımcıların en yüksek işlem hacmine sahip olduğu ay 5,8 milyar \$ ile Ocak 2000'dir.En düşük işlem hacmi ise aylık 251 milyon \$ ile Nisan 1997'de gerçekleşmiştir.Toplam İMKB hisse senedi işlem hacmi içindeki paylarına bakıldığında, yabancı yatırımcılar en yüksek işlem hacmi payına %14,6 ile Ağustos 1999'da ulaşmışlardır. 17 Ağustos 1999 depreminin olduğu ay İMKB bir süre kapalı kalmış, aylık toplam işlem hacmi de oldukça düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Bu düşük hacim içinde yabancı yatırımcıların payı yüksek kalmıştır.

Şekil 6:Sabit Getirili Menkul Kıymetlerin GSYİH' deki Payı (%)



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,

[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.31

2001-2002 yılında SGMK 'lerin GSYİH' deki payına dünya genelinde bakarsak Yunanistan birinci sırayı almaktadır.Yunanistan'ı G.Kore ve Çek Cumhuriyeti izlemektedir. Sabit getirili menkul kıymet stokunun ülkemiz ekonomisindeki ağırlığı

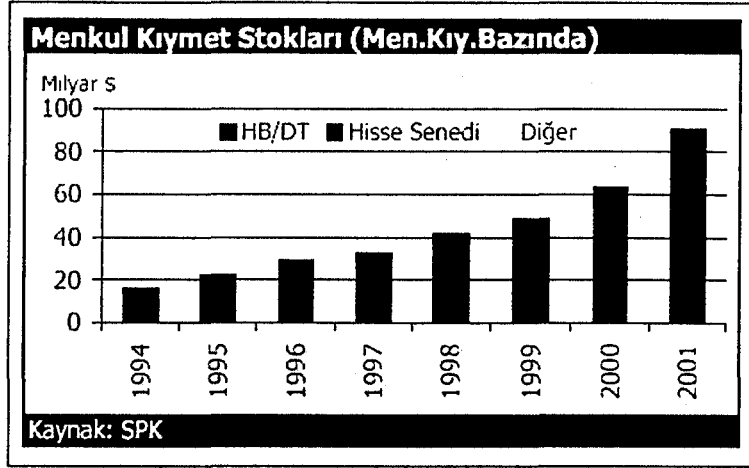
benzer ülkelere göre yüksek seviyededir. Türkiye’de SGMK stoku 2001 yılındaki krizle beraber sert bir çıkış sergilemiştir. Zayıflayan bankacılık kesimine Hazine tarafından aktarılan yüksek miktardaki devlet iç borçlanma senetleri, SGMK stokunun gayri safi yurtiçi hasıladaki payını 2000 yılında %29’dan 2001 sonunda %67 seviyesine yükseltmiştir. Benzer şekilde, Arjantin’de de 2001 yılında milli gelirin %14’ü seviyesinde olan toplam SGMK stoku 2002 yılında ekonomik krizin de etkisiyle %23’e yükselmiştir. 2002 yılında, karşılaştırılan ülkelerde SGMK stokunun milli gelirdeki payı genel itibarıyla artarken, Türkiye’de bu oran %67’den %54 civarına gerilemiştir. 2002 yılında IMF’ten sağlanan kredilerle kamu bankaları, TMSF kapsamındaki bankalar ve TCMB’nin elinde bulunan kamu kağıtları erken itfa edilmiş ve iç borç stokunda bir azalma meydana gelmiştir. Bununla beraber, 2001 yılına kıyasla önemli oranda düşen faizler iç borcun daha düşük faiz oranları ile çevrilmesini sağlamış, iç borç artış hızı gerilemiştir. Pek çok gelişmiş veya gelişmekte olan ülkede toplam SGMK’ler hem kamu ve hem de özel kesim tarafından ihraç edilmektedir. Ancak, kamu kesimi borçlanma gereğinin iyice arttığı son yıllarda ülkemizde SGMK’lerin tümü kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarından oluşmaktadır.<sup>69</sup>

Sermaye piyasamızda menkul kıymet stoğuna baktığımızda 1994 yılında hisse senedi stoğunun toplam menkul kıymet stoğu içindeki payı %15, devlet tahvilinin %32 , hazine bonosunun %42’dir. Ancak daha sonraki yıllarda hisse senedi ve hazine bonosu stoğunun gittikçe azaldığını, buna karşın devlet tahvili stoğunun gittikçe arttığı görülmektedir. Sermaye piyasamızda 2001 yılında kamu menkul kıymetlerinin payı %85’ten %92’ye çıkmıştır. Dolayısıyla özel sektör menkul kıymetlerinin toplam içindeki payı %15’ten %8’e gerilemiştir. Kamu kesimi menkul kıymet stoğunun GSMY’ ye oranı %31 iken , özel sektör menkul kıymet stoğunun GSMY’ ye oranı sadece %6’dır.<sup>70</sup> 1997 yılından itibaren yatırım aracı çeşidi azalmıştır. Ülkemizde yatırım yapan yabancı yatırımcılarında Türk sermaye piyasasında hisse senedi ağırlıklı portföy değil kamu ağırlıklı devlet tahvili ve hazine bonosunu tercih etmektedirler.

<sup>69</sup> [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) , 10/12/2003

<sup>70</sup> <http://www.tcmb.gov.tr/odemelendenge.html> , 14/01/2003

Şekil 7:Menkul Kıymet Stokları ( Menkul Kıymet Bazında )



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2001,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm), (Temmuz 2002), s.124

Şekil 7’de 1994 yılından 2001 yılına kadar menkul kıymet stoğu içinde HB/DT oranına baktığımızda yıllar içinde HB/DT oranının yüksek olduğu görülmektedir.Bu oran yıllar itibariyle artış göstermektedir.

Türkiye’de piyasalarda oluşan faiz oranı ile kamu borçlanma gereği arasında doğrusal bir ilişki vardır ve bu ilişki İMKB’nin performansı etkilemektedir.Yüksek kamu borçlanma ihtiyacı, reel faizler üzerinde baskı oluşturmaktadır.Devlet, artan borçlanma ihtiyacını,kendi borçlanma senetlerine verdiği yüksek faizle karşılamaktadır.Devletin geri ödememe riski düşük olsa da ileriye dönük belirsizlikler nedeniyle yatırımcılar enflasyon ve kur riskinden korunmak amacıyla yüksek faizi tercih etmektedirler.Yüksek faizler bankalar ve yatırımcıları kamu kesimine ihraç edilen kağıtlara yönelmekte, ve bu durum hisse sendi talebini olumsuz etkilemektedir. Bu durum menkul kıymetlerin ikincil piyasalardaki işlem hacminin daralmasına da neden olmaktadır.Menkul kıymetlerin ikincil piyasalardaki işlem hacimlerinin daralmasının iki önemli olumsuz sonucu vardır. Birincisi, piyasanın azalan likiditesi risk primlerini artırmaktadır. Menkul kıymetleri elden çıkarmak zorlaştıkça likidite riski artmaktadır. İkincisi,azalan işlem hacimleri aracı kuruluşların komisyon gelirlerini de azaltmaktadır.<sup>71</sup>

<sup>71</sup> [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,10/12/2003

### 1.3. Yabancı Yatırımcıların İMKB' deki Yatırım Davranışı

Yabancı yatırımcıların yatırım davranışlarını anlayabilmemiz için ortalama elde tutma süresine bakabiliriz. Ortalama elde tutma süresini hesaplamak için yabancı yatırımcıların ay sonları itibarı ile Takasbank'ta bulunan saklama bakiyelerinin ortalaması alınmış ve ortalama portföy büyüklüğü rakamına ulaşılmıştır. Yıllık toplam işlem hacmi, yıl içindeki ortalama portföy büyüklüğüne bölünerek portföyün kaç katı kadar işlem yapıldığını gösteren Devir hızı hesaplanmıştır. Devir hızı, aynı zamanda portföyün yıl içinde kaç defa değiştirildiğinin de göstergesidir. Devir hızı gün bazında hesaplandığında ise, portföyün ortalama elde tutma süresine ulaşılmaktadır.<sup>72</sup>

**Tablo 9 :Yabancı Yatırımcıların Ortalama Elde Tutma Süresi**

	Ortalama Portföy Büyüklüğü	İşlem Hacmi	Devir Hızı (Oran)	Devir Hızı (Gün)
1999	6.927	17.879	2.58	283
2000	11.440	33.410	2.92	250
2001	4.849	12.139	2.50	292
2002	4.265	12.869	3.02	242

Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,

[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.135

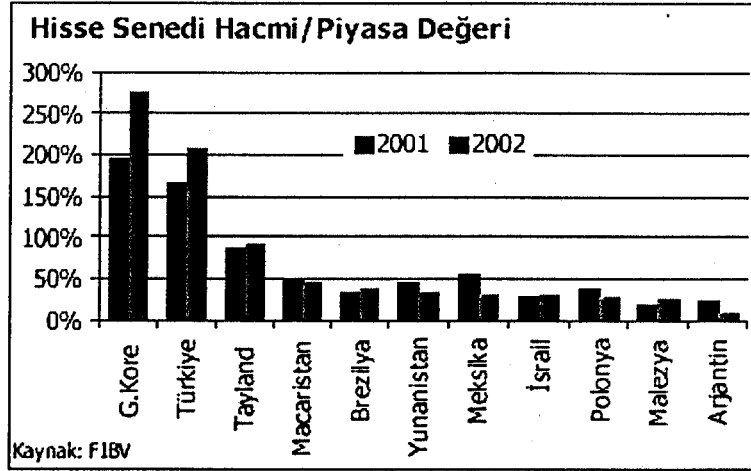
İşlem hacminin portföy büyüklüğüne bölünmesi ile bulunan portföy devir hızı, 2000 yılında yabancı yatırımcılarda 2,92 yerli yatırımcılarda 10,2'dir. 2001 yılında ise portföy devir hızları sırası ile 2,50 ve 7,0 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir deyişle 2001 yılında yabancı yatırımcılar hemen hemen portföy büyüklükleri kadar işlem yaparlarken, yerli yatırımcılar portföylerinin 7 katı kadar fazla işlem hacmi gerçekleştirmişlerdir. Buradan çıkan iki sonuçtan biri yerli yatırımcının yatırım vadelerinin kısa olması dolayısıyla fazla işlem yapmaları ve sık portföy değiştirmeleridir. Başka bir açıdan bakıldığında, yerli yatırımcı portföyünü ortalama 50 günde bir değiştirmekteyken, yabancı yatırımcı bir yılda değiştirmiştir. İkinci sonuç ise piyasanın likiditesinin %92,4'ünün yerli yatırımcı tarafından oluşturulduğudur. vadelerinin kısa olması dolayısıyla fazla işlem yapmaları ve sık portföy değiştirmeleridir.

Hisse senedi işlem hacminin piyasa değerine oranlanması bir borsanın hisse senedi devir hızını göstermektedir. Yüksek devir hızı, düşük likidite riskinin yani sıra

<sup>72</sup> [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,10/12/2003

bu borsalarda kısa vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğunun bir göstergesidir. 2001,2002 yılı verileriyle piyasamız yüksek devir hızına sahip ülkelerden biridir.<sup>73</sup>

**Şekil 8 :Hisse Senedi Hacmi/Piyasa Değeri**



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003), s.35

1997 yılında Asya’da başlayıp 1998 yılında Rusya’ya sıçrayan kriz, gelişmekte olan tüm ülkelerden yabancı yatırımcıların çekilmesini tetiklemiştir. Türkiye’de bu kriz, yabancı yatırımcıların sermaye piyasasından çıkışı ve ekonomik durgunluk olarak kendini göstermiştir. 1999 yılı sonuna doğru bu olumsuz etkiler ortadan kalkarken Ağustos ayındaki deprem, kamu mali dengesi ve piyasalar üzerinde yeni bir olumsuz baskı yaratmıştır.Bu olumsuz faktörlerden sonra ülkemizde Kasım ve Şubat krizleri etkisini göstermiştir.Ülkede yaşanan krizlere 11 Eylül saldırısının global etkileri de eklenmiştir.Meksika, Güney-Doğu Asya, Rusya ve Brezilya’da yaşanan mali krizlerden aldığımız derslerden biri, uluslararası özel yatırımcıların rasyonel ya da irrasyonel davranışlarının krizlere neden olabileceği ve dünyadaki tüm mali piyasalara sirayet edebileceği gerçeğidir. Örneğin, akılcı bir davranış olmasına rağmen, özel yatırımcıların ortak hareket etmesi beklenmedik olumsuz sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bir kriz ortamında, likidite ihtiyacı ve krizin diğer gelişen ülkelere de sıçraması olasılığı uluslararası yatırımcıları bu ülkelerde sahip oldukları portföy yatırımlarını elden çıkarmaya yöneltmektedir. Bu durum bireysel anlamda rasyonel bir davranış gibi görünse de, uluslararası özel yatırımcıların ortak hareket etmesi sonucunda mali krizler oluşabilmektedir.

<sup>73</sup> [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) , 10/12/2003

Öte yandan, özel yatırımcıların asimetrik bilgi akışı yüzünden aldıkları akılcılıktan uzak kararlar krizlerin gelişimini hızlandırabilmektedir.<sup>74</sup>Sermaye akımlarının sadece “doğru” makro iktisadi politikaları uygulayan birkaç gözde ülkeye değil , yapıları ve iktisadi politikalarında son derece farklılık gösteren birçok ekonomiye aynı kararlılık ve hızda ilgi göstermesidir. Bu yönüyle 1990`ların uluslararası sermaye hareketlerinin bir-iki coğrafi bölgeyle sınırlı kalmadığını bunun aksine dünya kapitalizminin küresel ölçekte yeni bir aşamasını oluşturmuştur.Bir yandan uluslararası finans kapitalin yatırım kararlarında sergilediği küreselleşmenin boyutlarını bir yandan da dünya finans piyasalarının eklenmesini içeren bu süreç iletişim teknolojisindeki baş döndürücü gelişmeleri de arkasına alarak ulusal piyasaları birer spekülatif çıkar alanına çekmektedir Bu sürecin ana unsurunu ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki değişiklikten kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye sıcak-para akımları oluşturmaktadır. “Sıcak paranın” iktisat yorumunda genel kabul gören kesin bir tanımı olmamasına karşın spekülatif, kısa dönemci, aşırı dalgalanma ve akışkanlık gibi unsurlar içerdiği ve yol açtığı iktisadi istikrarsızlıkların da özü itibariyle bu öğelerden kaynaklandığı bilinmektedir. Sıcak para akımları ulusal piyasalardaki görece yüksek faize yönelirken kısa dönemli döviz birikimi sağlamakta bu da ulusal paranın yabancı piyasalar karşısında aşırı değer kazanmasına yol açmaktadır. Böylece ithalat malları ucuzlarken ihracatçı sektörler gerilemekte cari işlemler açığı da büyümektedir. Bu koşullarda sağlanan iktisadi büyüme ise dışa bağımlı ve yapay bir nitelik göstermekte ve reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla ani bir çöküntüye uğrayabilmektedir.<sup>75</sup>

Uluslararası sermaye hareketleri makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı aşırı duyarlıdır. Aşırı sermaye girişi karşısında değer kazanmış yerli para uluslararası sermayenin bu duyarlılığına bağlı olarak kaçması sonucunda değer kaybına uğramakta ve finansal krizler yaşanmaktadır. Bir diğer ifadeyle; portföy yatırımları ile döviz kurları ve menkul kıymet fiyatları arasında yakın bir ilişki vardır. Nitekim, istikrarsız bu iki piyasa portföy yatırımları ile birbirine bağlanmakta ve karşılıklı etkileşim sonucunda finansal krizler doğurduğu gibi, aşırı dalgalanmalar döviz rezervlerine bağlı olarak da ödemeler dengesi krizlerine yol açmaktadır .

<sup>74</sup> <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2000/OZELYATIRIMCI.html> , 23/10/2000

<sup>75</sup> <http://www.metu.edu.tr/home/wwwstrat/gruplar/yazarlar/arastirmalar/muratsov.htm> , 01/05/2003

Sermaye hareketlerini serbestleştirme yoluyla açılan kapı gelişmekte olan piyasalarda aynı zamanda bir istikrarsızlık kaynağı da olmaya başlamıştır. Yabancı yatırımcı bu piyasalardan çekilmeye başladığı zaman tüm dengeler altüst olmakta ve ortaya bir finansal kriz çıkmaktadır. Sermaye birikimi oluşmamış ve bu nedenle sermaye yetersizliği çeken ülkelerin yabancı sermaye sağlamak dışında başka bir alternatifleri bulunmamaktadır. Yabancı sermaye; ekonominin, ödemeler dengesi, kamu kesimi dengesi, parasal büyüklükler, faiz oranları ve finanssal aktif piyasaları, enflasyon, döviz kuru, kamu kesiminin politika yürütme etkinliği gibi bir değişkeni olumlu yada olumsuz etkilemesi söz konusu olmaktadır.<sup>76</sup>

**Tablo 10 : 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri**

	Kriz Öncesi: Ocak 2000-Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000- Haziran 2001
Yabancı Kökenli Sıcak Para	4204	-10984
*Portföy, menkul değer	835	-8586
*Yerli bankalara kısa vadeli kredi	3639	-1688
*Diğer kısa vadeli krediler(a)	84	224
*Mevduat ve diğer yükümlülükler	-354	-934
Yerli Kökenli Sıcak Para	-3498	-1012
*Portföy, menkul değer	-730	949
*Yerli bankalardan kısa vadeli kredi	59	-44
*Diğer kısa vadeli varlıklar(b)	-277	-234
*Kayıt-dışı (NHN)	-2550	-1683

Kaynak: Muhammet Akdiş, Global Finansal Sistem, Finansal Krizler Ve Türkiye, İstanbul, Beta Yayınları, 2000, s.34

Notlar: (a) Yabancılarca açılan ticari krediler ve kısa vadeli resmi borçlanmalar içerilmemiştir.  
(b) Yerli aktörlerce açılan ticari krediler içerildiği için "sıcak olmayan" öğeler içermektedir.

Türkiye'de 1994 krizinden sonra yaşanan Kasım ve Şubat krizleri çerçevesinde yürürlüğe giren programın amacını enflasyonla mücadele oluşturuyordu. 1999 yılının ilk günleriyle birlikte hızla gerileyen faizler ve sonrasında düşüş eğilimine giren enflasyonun Türkiye üzerinde oluşturduğu olumlu hava, 20 Kasım 2000'de yaşanan finansal dalgalanmayla ortadan kalkmıştır. 21 Şubat 2001 krizi, kamuoyunda "Kara Çarşamba" olarak adlandırılmıştır. Kriz, 14 aydan bu yana izlenen sıkı para

<sup>76</sup> Akdiş, a.g.e., s.34, 2000



politikasında önemli revizyona neden olmuştur. Hükümet, "dalgalı kur" politikasına geçme kararı aldı. 21 Şubat'ta gecelik faizler yüzde 7500 ile "tarihi yükseliş", İMKB de yüzde 18.1 ile "tarihi düşüş" yaşayınca, öğleden sonra "kriz zirvesi" toplanmıştır. Yaklaşık 13 saat süren zirvede, 9 Aralık 1999'da ilan edilen "kur çıpası" yerine, "dalgalı kur" sistemine geçilmesi benimsenmiştir.

Türkiye'de sermaye hareketleri üzerindeki 2000/2001 bulguları göstermektedir ki, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki menkul değerler (hazine bonoları ve hisse senetleri) ile ilgili giriş ve çıkışları ile yabancı bankaların Türkiyeli bankalara açtığı kısa vadeli krediler en büyük istikrarsızlık öğeleridir. Yerli aktörler ise, özellikle canlanma döneminde büyük miktarlarda sıcak para çıkışlarına yönelerek, yabancı sermaye girişleri üzerinde önemli bir sızıntı oluşturmakta; brüt dış borcun aşırı büyümesine ve sermaye hareketleri ile cari açığın finansmanı arasındaki kopukluğun artmasına katkı yapmaktadırlar.<sup>77</sup> Yabancı sermayenin her ne kadar krizlerde olumsuz olduğu düşünülürse bizim gibi gelişmekte olan ve sermaye sıkıntısı çeken bir ülkede yabancı yatırımcılara ihtiyaç vardır.

2002 Eylül ayına kadar geçen dönemde ise pozitif net portföy yatırımı gerçekleşmiştir. Yabancı yatırımcılar 5 milyar \$ menkul kıymet satmalarına rağmen, 5.2 milyar \$ menkul kıymet yatırımında bulunmuşlar ve sonuçta net 173 milyon \$ yabancı portföy yatırımı sağlamışlardır. Yabancı yatırımcıların net menkul değer alım satımlarının, 2001 yılı Ocak-Eylül dönemlerinde 3,7 milyar \$ net satım, 2002 yılının yanı sıra dönemimde ise 173 milyon \$ alım yapmışlardır. Yabancı yatırımcıların alım yapmaları piyasamıza geri döndükleri ve krizden çıkmaya başladığımızı inanmaya başladıklarını göstermektedir.

## 2.YABANCI YATIRIMCI PROFİLİ

Sermaye piyasamızın önemli eksikliklerinden biri, yatırımcılar hakkında kamuya açık bir bilgi bulunmamasıdır. Kamuya açık olan bilgi, açık ve bakiyeli hesap sayıları ile kısıtlıdır. Fakat, hesap sayıları, müşterek hesaplardan ve ismi bildirilmeyen yatırımcılardan dolayı, yatırımcı sayısı hakkında dahi kesin bir veri

<sup>77</sup> [www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar/boratav3.htm](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar/boratav3.htm) , 01/10/2003

sağlamamaktadır. Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği bu konudaki en iyi kaynaktır.<sup>78</sup>

**Tablo 11: Takasbank Nezdindeki Hesaplar**

Yabancı Kategorisi	05/04/2002		31/01/2003	
	Portföy Değeri (milyar \$)	Portföy Değeri (%pay)	Portföy Değeri (milyar \$)	Portföy Değeri (%pay)
Yabancı	6.721.838	46,82%	5.952.596	42,76%
Fon	3.100.363	21,60%	2.269.068	16,30 %
Tüzel	3.478.988	24,23%	3.547.244	25,48%
Gerçek	64.697	0,45%	83.361	0,60%
Diğer	77.790	0,54%	52.923	0,38%
Yerli	7.258.355	50,56%	7.756.297	55,71%
Fon	175.364	1,22%	179.825	1,29%
Tüzel	905.831	6,31%	1.199.282	8,61%
Gerçek	6.009.486	41,86%	6.204.647	44,57%
Diğer	167.674	1,17%	172.543	1,24%
Toplam	13.980.193	97,38%	13.708.893	98,47%
İsimsiz Hesaplar	376.486	2,62%	212.536	1,53%
Genel Toplam	14.356.679	100,00%	13.921.429	100,00%

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,

[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.120

Yıllar itibarı ile düzenli olarak artan hesap sayısı ilk defa olarak 2001 yılında azalma eğilimine girmiştir. 2000 yılındaki yoğun halka arzlar, özellikle de Tüpraş'ın ve Turkcell'in geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşan arzları, ilk defa hisse senedi alan küçük yatırımcıyı sermaye piyasasına çeken en önemli faktörler olmuştur. Olumlu piyasa koşullarının da etkisi ile 2000 yılında bakiyeli hesap sayısı 780.000 adet artışla 600.000 adetten 1,38 milyon adete çıkmıştır.

Toplam portföy büyüklüğü içinde yabancı yatırımcıların payı azalmıştır. Değer azalışı özellikle yabancı fonlarda belirgindir. Ülkemizde hisse senedine yatırım yapan fonların küçüklüğü tablo 11'den kolaylıkla izlenebilmektedir. Yerli fonlar, toplam 179.825 milyar \$ tutarındaki hisse senedi portföyleri ile toplam hisse senetlerinin %1,29'nu ellerinde bulundurmaktadırlar. Yerli gerçek hesaplar %44,57 pay alarak yerli bireysel yatırımcının ağırlığını göstermektedir. 2003 yılında tüzel yabancı portföy değeri payı %25,48, fon payı ise %16,30 dur. Takasbank nezdindeki hesaplar Türk

<sup>78</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 15/12/1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanunla eklenen 40/B ve 40/C maddelerine dayanılarak kurulmuştur. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Statüsü 11 Şubat 2001 tarih 24315 sayılı Resmi Gazete' de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Birliğin 121 aracı kurum ve 48 banka olmak üzere toplam 169 üyesi vardır.

sermaye piyasasında kurumsal yatırımcı tabanının daha oluşmadığını göstermektedir.Sermaye piyasalarında iki tür yatırımcı vardır.Birincisi bireysel yatırımcılar ikincisi ise kurumsal yatırımcılardır.Kurumsal yatırımcılar ekonomik kalkınmanın istikrarlı şekilde gerçekleşmesinde tasarrufları etkin yatırım alanlarına yatırılmasında önemli işlevlere sahiptirler.Bireysel yatırımcılardan toplanan büyük fonları uzman kadroları sayesinde sermaye piyasalarına aktarırlar.Kurumsal yatırımcılar ellerinde çok büyük miktardaki fonları portföy yönetimi ilkeleriyle yönetirler.

Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, hayat sigortaları, özel emeklilik fonları ve diğer kurumsal yatırımcılar bireysel tasarrufların oluşturdukları kaynakları sermaye piyasalarına kanalize ederek, bu piyasaların ve dolayısıyla ülke ekonomilerinin sağlıklı ve istikrarlı gelişmesine önemli katkıda bulunurlar.Ülkelerin ekonomik kalkınma süreçlerine bakıldığında, söz konusu kurumların portföy büyüklükleri ile ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arasında sıkı bir korelasyon bulunduğu görülür.

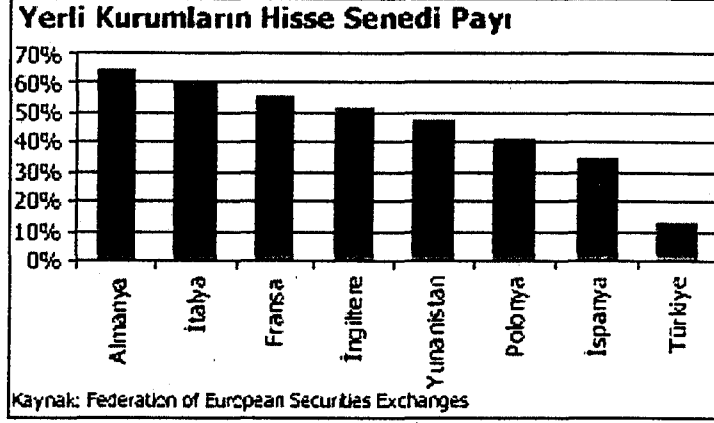
Kurumsal yatırımcının en belirgin özelliği, sermaye piyasasına uzun vadeli fon aktarmalarıdır.Bu durum yatırımlara, uzun vadeli perspektiften bakılmasına neden olmaktadır.Kurumsal yatırımcıların aradıkları istikrar ve büyüme potansiyelidir.Eğer gelişen piyasalar, bu nitelikleri sağlama konusundaki çabalarına devam ederse,kurumsal yatırımcıların bu piyasalar ilgisi artacaktır.Ama gelişmeler sadece olumlu dış ekonomik konjonktüre bağlı kalırsa, bu piyasalara yönelen akımlar kısa vadeli olmaya devam edecektir.Kurumsal yatırımcılar sadece portföy risklerini azaltmak için bu piyasalara yatırım yapacaklardır.<sup>79</sup>Türk sermaye piyasasının da kurumsal yatırımcı tabanının oluşmasına hız vermesi gerekmektedir.Yeni çıkan özel emeklilik yasasıyla birlikte olumlu bir adım atılmıştır.Türk sermaye piyasasında da emeklilik fonları,sigorta şirketleri, yatırım fonları yerlerini almalıdır.

Yerel yatırımcı tabanın kurumsallaşması, yabancı yatırımcılar açısından da ayrı bir öneme sahiptir.Bir borsa inişe geçtiği zaman menkul kıymetlerini satmak isteyen yabancıların son başvuracakları alıcılar, yerel yatırımcılardır.Yerel yatırımcı tabanı tam anlamıyla gelişmemiş borsalarda, yabancı yatırımcılar ellerindeki menkul kıymeti satmak istediklerinde yeterince alıcı bulamayabilirler.Bu nedenle, yerel yatırımcı tabanı gelişmiş borsalar, yerel yatırımcılar için daha az likidite riski taşımakta ve tercih

<sup>79</sup> Ünal,a.g.e. s.44

edilmektedir.Piyasadaki kurumsal yatırımcının varlığı, piyasadaki likidasyonu, ve derinliği yaratacaktır.

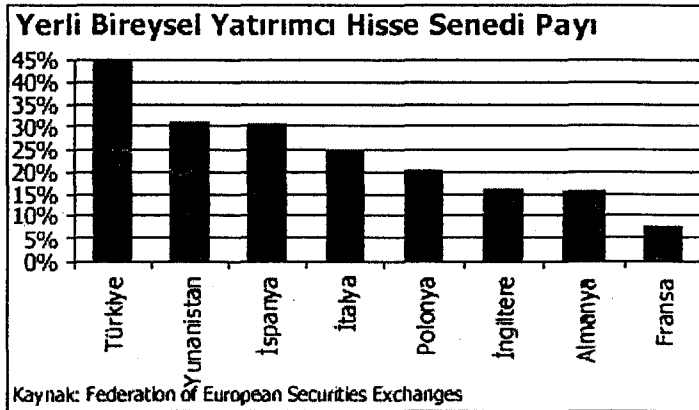
**Şekil 9:Yerli Kurumların Hisse Senedi Payı**



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.35

Piyasamızda, yerli kurumların hisse senedi içindeki payı son derece düşüktür.Bu eksikliğin giderilmesiyle ilgili ülkemizde son dönemde gerçekleştirilen reformlardan biri kurumsal yatırımcı tabanının oluşmasına katkı sağlayacak Bireysel Emeklilik Sisteminin hayata geçirilme çalışmalarıdır. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, 4632 No ile, 7.4.2001 tarihli resmi gazetede yayımlanmıştır. Ülkemizde SSK, Bağ-Kur ve Emekli Sandığının sağladığı emeklilik gelirleri yetersiz olduğundan, gönüllülük esasına ve bireysel emeklilik hesaplarına dayalı fonlu bir emeklilik sisteminin oluşturulması öngörülmüştür.

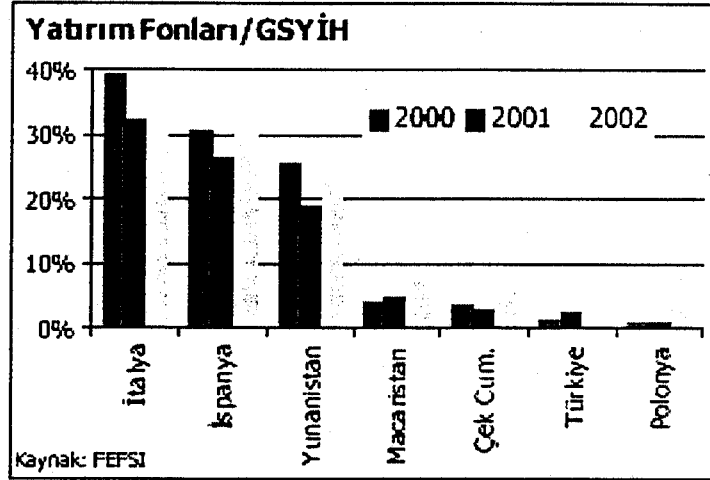
**Şekil 10:Yerli Bireysel Yatırımcı Hisse Senedine Payı**



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.35

Bireysel yatırımcıların toplam hisse senetleri içinde sahip oldukları paylar göz önüne alındığında İMKB'nin bireysel yatırımcı ağırlıklı bir borsa olduğu görülmektedir. İngiltere, Almanya, Fransa gibi gelişmiş piyasalarda bireysel yatırımcının ağırlığının düşük seviyede olması bu tür yatırımcıların tasarruflarını kurumsal yatırımcılar aracılığıyla değerlendirdiklerine işaret etmektedir.

Şekil 11 :Yatırım Fonları /GSYİH



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.36

Yatırım fonları portföy büyüklüğünün GSYİH' ya oranı, ülkedeki kurumsal yatırımcı tabanının gelişmişliğinin göstergesidir.<sup>80</sup>Türkiye'de yatırım fonlarının GSYİH' ya oranı yıllar itibarıyla artmasına rağmen diğer ülkeler ile kıyaslandığında düşük kalmaktadır. Özellikle komşumuz Yunanistan'da yatırım fonlarının GSYİH' ya oranı 2002 yılında %23,4 olarak gerçekleşmiştir. Yıllar itibari ile düzenli bir artış gösterse de Türkiye'de bu oran sadece %3,4'e ulaşmıştır.

<sup>80</sup> [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) , 10/12/2003

### 3.YABANCI YATIRIMCININ PİYASA SEÇİM KRİTERLERİ

#### 3.1.Gelişmekte Olan Piyasa İMKB ve Özellikleri

Yabancı yatırımcıların yatırım kriterlerine geçmeden önce gelişmekte olan piyasa İMKB' nin özelliklerini ortaya koymakta yarar vardır.Türk sermaye piyasası son yıllarda hızlı bir gelişim sürecine girerek yüksek bir performans göstermiştir.Bu gelişim sürecinde,yapılan hukuki ve yasal düzenlemelerin ve piyasalarda yaşanan yapısal değişimlerin de etkisi olmuştur.

1980'li yıllardan itibaren başlayan finansal serbestleşmeyle birlikte sürekli bir gelişim dinamiği içerisinde olan Türk sermaye piyasası, dünya piyasaları içerisinde yeni ve hızla büyüyen bir piyasa konumuna gelmiştir.1981 yılında yapılan kanun değişikliğiyle eksik düzenlemelerin tamamlanması,piyasanın kendi dinamiğini harekete geçirmesi, kamuyu aydınlatma ve bilginin eşit dağılması ile şeffaf piyasa ortamının sağlanması, sistemin işleyişinin kurallarının belirlenmesiyle ekonomik suçlara karşı gereken cezai tedbirlerin alınması,piyasa gözetim sisteminin kurulması,yeni kurumsal yatırımcı türleri ile piyasanın talep yönünde desteklenmesi, yeni finansal yatırım araçları ile yatırım alternatiflerinin geliştirilmesi ve benzeri amaçlara ulaşılmasının yönü belirlenmiştir.

Çeşitli yatırım alternatiflerinin piyasada kullanıyor olması,yatırımcıları teşvik edici ve özendirici etkenler arasındadır.Portföy yatırım araçlarından vadeli işlem sözleşmeleri, açığa satış sözleşmeleri, kredili menkul kıymet ticareti,oydan yoksun hisse senetleri vb. Türk sermaye piyasalarına ilişkin hukuki düzenlemelerde yer almakta,ancak tam anlamıyla mevcut piyasalarda uygulanmamaktadır.Bunların yanı sıra Türk sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde getirilen yeni araçlar ve uygulamalar arasında ;<sup>81</sup>

- Tahvillerde,tahvil sahibinin veya ihraççının talebine bağlı olarak erken itfa edilebilirlik imkanının getirilmesi,
- Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillere ,işlerlik kazandırılması,
- Değişken faizli tahvil ihraç edebilme imkanlarının getirilmesi,
- Tüm borçlanma araçlarında ihraççıların finansman politikalarıyla ilgili faiz, vade ve benzeri unsurların piyasa mekanizmasınca belirlenmesi,

<sup>81</sup> Varış Tezcanlı ve diğerleri , a.g.e, s.65

- Türev ürünler ve depo sertifikaları Türk sermaye piyasalarında kullanılmaya başlanmıştır.

Piyasamızdaki önemli gelişmelerden biride, İMKB' de Uluslararası Pazarın kurulmasıdır.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 kısıtları gibi operasyonel riskler nedeniyle yatırım yapmaktan çekindikleri bölgelere, söz konusu riskleri ortadan kaldıran bu pazar üzerinden giriş yapabilme imkanı getirilmektedir. Uluslararası pazar serbest bölge statüsünde olduğu için nakit transferinde hiçbir kısıtlamaya tabi değildir.Uluslararası pazar aktif olarak faaliyet gösteren iki piyasadan oluşmaktadır.<sup>82</sup>

- Yabancı hisse senetlerinin temsil eden depo sertifikalarının işlem gördüğü İMKB Uluslararası Depo Sertifikası Piyasası
- Uluslararası borçlanma araçlarının işlem gördüğü İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası

İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda 1997 yılından beri kesim alım satım işlemleri ve repo-ters repo işlemleri yapılmaktadır.Kesim alım satım işlemleri bankalar ve aracı kurumlar tarafından yapılabilmekte iken, repo –ters repo işlemleri sadece bankalar tarafından USD ve EURO üzerinden gerçekleştirilebilmektedir.

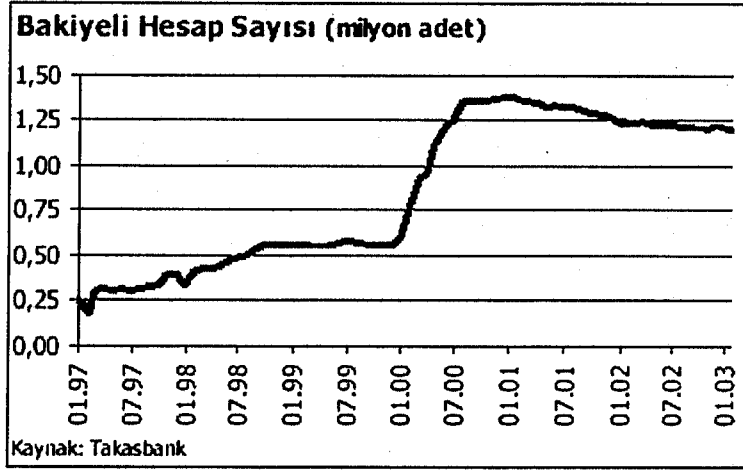
Yabancı piyasalarda menkul kıymet ihraçlarının,dünya globalleşme sürecine uyumlu hale getirilmesi yönünde menkul kıymet mevduat sertifikaları düzenlenmiştir.Böylece çeşitli ihraçların bu araçlar vasıtasıyla yapılabilmesi ve yurtdışı borsalarda yabancı yatırımcılar tarafından alınıp satılabilmesi mümkün kılınmıştır.Piyasaların büyümesi ve istikrar kazanması için gerekli olan yatırım kurumlarının serbest rekabet koşulları altında, çeşitli portföy yatırımlarına sahip kuruluşların faaliyet göstermesi gelişen piyasalar arasında yatırım yapma tercihini o ülke lehine değiştirecektir.Yatırım ortaklıkları ve fonları sermaye piyasasının değişmez enstrümanları arasında yer almakta ve piyasalara portföy yönetimi kavramını ve profesyonel yaklaşımı kazandırmış bulunmaktadır.

<sup>82</sup> <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/upazar.htm> ,30/12/2003

### 3.1.1.Piyasa Derinliği

Piyasa derinliği; piyasada her koşul ve şartla alıcı ve satıcının olmasıdır.Piyasa derinliği açısından olumsuz olan faktör ise yatırımcı sayısındaki azalışın trend haline gelmiş olmasıdır. Piyasamızda bakiyeli hesap sayısı 1997 yılından 1999 yılına kadar artış trendindedir,1999 yılının performans olarak iyi geçmesinin ardından bakiyeli hesap sayısı hızlı bir yükseliş trendine girmiştir.2000 yılından 2003 ilk ayına kadarda düşüş trendindedir.

şekil 12:Bakiyeli Hesap Sayısı



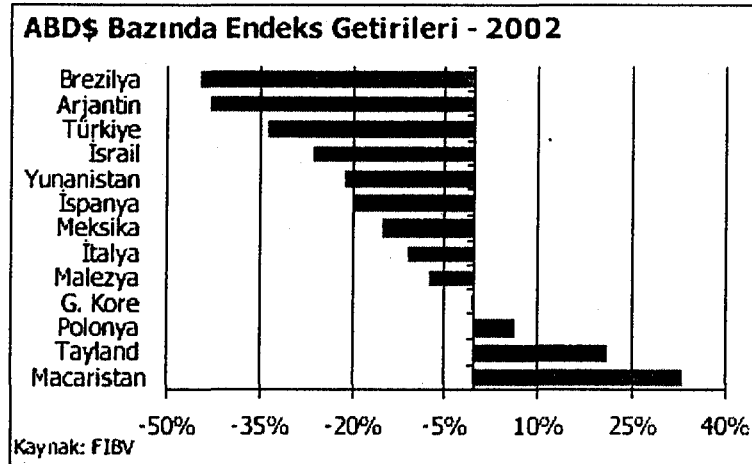
Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s. 121

### 3.1.2. Piyasa Getirisi

Uluslararası borsalarının getirilerine baktığımızda 2002 yılında, İMKB 'nin yanı sıra uluslararası diğer borsaların endeksleri de iyi bir performans gösterememişlerdir. Menkul kıymet piyasalarının 11 Eylül saldırısı ve Enron skandalı gibi gelişmelerle olumsuz etkilendiği bu dönemde, sınırlı sayıda borsa yatırımcılarına pozitif getiri sağlamıştır.



Şekil 13:Uluslararası Borsaların Getirisi(2002)



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,

[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.33

Yerli ve yabancı yatırımcıların getirileri yıllar itibariyle kıyaslanabilmektedir. Şekil 13'de İMKB verilerinden yararlanılarak hesaplanmış yabancı ve yerli yatırımcı getirileri göstermektedir.Şekil 13'de görüleceği üzere yerli yatırımcılar yabancı yatırımcılardan daha fazla getiri sağlamışlardır.Yıllar itibariyle İMKB-100 getirisine baktığımızda 1999 yılında %239 getiri sağlamıştır.2000 yılından itibaren (-) getiri sağlamıştır.

Tablo 12: İMKB-100, Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Getirisi

	İMKB-100 Getirisi	Yabancı Yatırımcıların Getirisi	Yerli Yatırımcıların Getirisi
1999	239%	224%	267%
2000	-50%	-50%	-42%
2001	-32%	-29%	-25%
2002	-34%	-39%	-15%

Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,

[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.135

### 3.1.3.Piyasa Kapitalizasyonu

Menkul kıymet borsalarının gelişmişliği ve rekabet gücü borsaların piyasa değerleri ve işlem hacimleri ile işlem gören menkul kıymet sayısı ile ölçülmektedir.Yine işlem gören yabancı menkul kıymet sayısı ve yabancıların işlem hacimleri de uluslararasılaşmayı ve rekabet gücünü göstermektedir.

**Tablo 13:İMKB'nin Piyasa Kapitalizasyonu**

Piyasa Kapitalizasyonu	(Milyon \$)
1996	30.020
1997	61.090
1998	33.646
1999	112.716
2000	69.659

Kaynak:Standard & Poors , a.g.e.,s.375

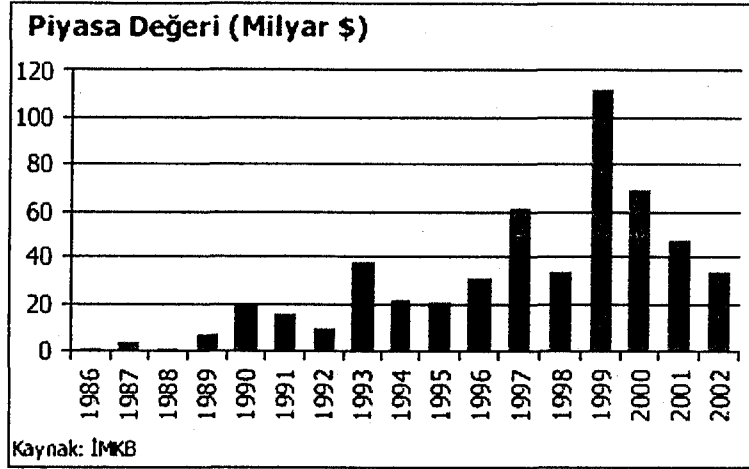
Piyasa değeri veya piyasa kapitalizasyonu, bir piyasaya kote olan şirketlerin toplam hisse senedi sayısı ile piyasa fiyatlarının çarpımlarının toplamı şeklinde edilebilen ve piyasaların büyüklüğünü ölçmek için kullanılan bir kavramdır.<sup>83</sup>Tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi İMKB' dede düşük bir piyasa kapitalizasyonunu sahiptir.Yıllar itibariyle baktığımızda İMKB' nin piyasa kapitalizasyonu farklı artış ve azalışlar göstermiştir

İMKB'nin 1996 yılından itibaren 30 milyar \$ kapitalizasyon değeri 1999 yılında,112,716 \$ ulaşmıştır. IFC'nin değerlerine baktığımızda 2000 yılında 15.104.037 milyar \$ A.B.D birinci sıradadır.A.B.D'yi Japonya, İngiltere ,Fransa,Almanya gibi gelişmiş ülkeler takip etmektedir.Dünyada ki en yüksek piyasa kapitalizasyonuna sahip 25 piyasa içinde 1999 yılında 9 adet gelişme olan piyasa varken, 2000 yılında bu rakam 8 adete düşmüştür.İMKB toplam piyasa kapitalizasyonu sıralamasında 1999 yılında 26. sırada 2000 yılında 29. konumundadır.

Piyasa kapitalizasyonu piyasanın gelişmişliğini tanımlamak için yeterli bir kriter değildir.Piyasa kapitalizasyonunun artmasında ağırlığı olan faktörler ise ekonomik gelişme hızı,politik belirsizlikteki azalmalar, yeni halka arzlar, yabancı yatırımların artması ve piyasaya duyulan güvenin gittikçe yükselmesidir.2000 yılında dünyadaki tüm hisse senetlerinin piyasa değeri 32,2 trilyon \$'a ulaşmıştır.

<sup>83</sup> Doğu ,a.g.e.,s.5

Şekil 14 :İMKB'nin Piyasa Değeri 2002(Milyar \$)



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.4

### 3.1.4.İşlem Hacmi

İşlem hacmi, belli bir süre içerisinde bir piyasada el değiştirilen hisse senetlerinin toplam değerinin ABD\$ veya yerel para cinsinden veya adet olarak ifadesidir.İşlem hacminin yüksek olması, bir menkul kıymet piyasası için önemli bir unsurdur.İşlem hacmi, yüksek olan piyasaların likiditesinin ve derinliğinin de fazla olduğunu söylemek mümkündür.Burada derinlik, piyasada muhtelif fiyatlardan çok sayıda alıcı ve satıcının bulunması demektir.Diğer bir ifade ile derinlik bir menkul kıymetin işlem gördüğü piyasa fiyatının altında ve üstündeki fiyattan alıcı ve satıcının bulunmasıdır.<sup>84</sup>

Tayvan ve Güney Kore, 1999 ve 2000 yılında işlem hacmi bakımından ilk on borsa içinde yer almış ve bir çok gelişmiş piyasayı geride bırakmıştır.İşlem hacmi, yabancılara uygulanan yasal prosedürler, vergi düzenlemeleri, komisyon oranları ve ülke içi kanuni düzenlemelerden etkilenmektedir.Türkiye,1999 ve 2000 yılında artan yabancı işlemleri ve piyasadaki olumlu etkilerle birlikte işlem hacmi sıralamasında ilk 25 ülke arasındadır.2001 yılı ekonomik krizleri ise işlem azalışı ve endeks düşüşünü beraberinde getirmiştir.

İMKB' nin yıllar itibariyle işlem hacmi seyrine baktığımızda artan bir yükseliş trendindedir.2000 yılında işlem hacmi 179.209 milyar \$ kadar yükselmiştir.2000 yıl

<sup>84</sup> Doğu a.g.e ,s.4

sonu ve 2001 yılında yaşanan krizlerden olumsuz etkilenmiş ve 79 milyar \$ kadar gerilemiştir.

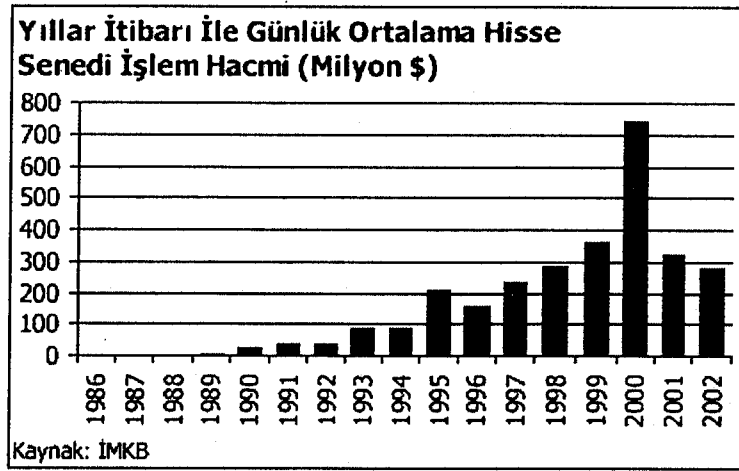
**Tablo 14 : İMKB İşlem Hacmi(Milyar \$)**

Yıllar	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	36,831	59,105	68.646	81.277	179.209	79

Kaynak: Standard & Poors ,a.g.e.,s.375

İMKB 2000 yılı verilerine göre İtalya, G.Afrika, Londra, İsveç, Danimarka, ve Almanya'nın ardından tahvil piyasaları işlem hacminde 6.sırayı yaklaşık 260 milyar \$ ile almıştır.2001 yılında 36 milyar \$ gerilemiş ve dünya sıralamasında 13. olmuştur.<sup>85</sup>

**Şekil 15:İMKB'nin Yıllar İtibari İle Günlük Ortalama Hisse Senedi İşlem Hacmi(2002)**



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003), s.49

### 3.1.5.Kote Şirket Sayısı ve Halka Açıklık Oranı

Halka açık şirket sayısındaki artış, zaman içerisinde hisse senedi ihraç etmek suretiyle sermaye piyasasından kaynak sağlayan şirket sayısını göstermektedir. Azalışlar ise çeşitli sebeplerle borsa kotundan çıkan veya çıkarılan şirketleri ifade etmektedir.

Sermaye piyasaları uzun vadeli fonların el değiştirdiği piyasalardır.Piyasaya kote şirket sayısı da, tasarrufların önemli bir bölümün sermaye piyasaları yoluyla nasıl finanse edildiğinin bir göstergesidir.Piyasaya kote şirket sayısı çokluğu, piyasanın gelişmişlik düzeyi göstergesi olmasına rağmen tek başına yeterli değildir.Piyasaya daha

<sup>85</sup> İMKB Dergisi , Sayı:20 ,Ekim/Kasım/Aralık 2001 , s.79

önce kote olmuş şirketler ile yeni kote olmuş şirketlerin belli bir dönemde piyasa yoluyla gerçekleştirmiş oldukları yeni sermaye ihraçlarının boyutları ve piyasa kapitalizasyonunun anılan kriterle birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Bazı ülkelerde piyasaya kote olmak devlet tarafından teşvik edilmektedir.

**Tablo 15: Piyasaya Kote Şirket Sayısı**

Yıllar	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	258	277	285	315	310	288

Kaynak: Standard & Poors ,a.g.e,s.375

2000 yılında piyasaya kote şirket sayısına baktığımızda 1.sırada ABD'yi görmekteyiz. ABD'ni Hindistan ve Romanya izlemektedir. Bu ülkeler bize kote şirket sayısının, piyasadaki ortalama şirket büyüklüğü ile değerlendirmenin daha doğru olacağını göstermektedir. Piyasaya kote şirket sayısına baktığımızda 2000 yılında Türkiye 315 şirketle 26.sıradadır. İMKB' de yıllar itibariyle gelişmesine paralel olarak piyasaya kayıtlı şirket sayısı artmıştır. Ama İMKB' de kote olan her şirketin, piyasada işlem görme zorunluluğu yoktur. Ekonomisi bizim gibi ağırlıklı olarak KOBİ' ler den oluşmuş ülkelerde, gelişmiş bir piyasaya oranla daha fazla borsaya kote şirket bulunabilir.

**Şekil 16:Halka Açık Şirket Sayısı**



Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.49

Halka açıklık oranları İMKB' de ödenmiş sermaye miktarına göre %5 ile %15 arasında iken, AB'de bu oran %25'ler seviyesindedir. Türkiye'de ise sermaye piyasası olanaklarından yararlanan şirket sayısı oldukça azdır. Türkiye'deki 500 büyük şirketten

ancak 122'si borsaya kotedir.<sup>86</sup>İMKB pazarlarında işlem gören şirket sayısı 2000 yılındaki yoğun halka arzların ardından 2001 yılında düşmüştür. 2000 yılında 35 adet halka arzla beraber hisse sırası işleme açılan 1 şirkete karşın 6 şirket borsa kotundan çıkarıldığı için toplam şirket sayısı 30 adet artışla 315'e çıkmıştır. 2001 yılında ise 1 adet halka arza karşın 6 adet şirket kottan çıkarılmış ve toplam işlem gören şirket sayısı 310'a inmiştir.2002 yılı itibariye İMKB'de işlem gören şirket sayısı 288 dir.

### 3.1.6.Ortalama Şirket Büyüklüğü

Borsaya kote şirket sayısının çok veya az olması yeterli bir kriter değildir.Bu nedenle,toplam piyasa değerinin kote şirket sayısına bölünmesiyle elde edilen ortalama şirket büyüklüğü,kote şirket sayısı kriteriyle beraber kullanılmaktadır. IFC'nin 2000 yılı değerleri bize ortalama şirket büyüklüğünde ön sıralarda gelişmiş piyasaların olduğunu göstermektedir.2000 yılında ortalama şirket büyüklüğü sıralamasında İsviçre,Hollanda ve İtalya ilk üç sırayı paylaşmaktadır. 2000 yılında Türkiye 221 milyon \$ ile 36.sırayı alabilmiştir.

**Tablo 16:2000 Yılı Ortalama Şirket Büyüklüğü(Milyon \$)**

Ülke Sıra	(Milyon ABD \$)
1.İsviçre	3.114
2.Hollanda	2.737
3.İtalya	2.640
36.Türkiye	221

Kaynak: Standard & Poors , a.g.e, s.41

### 3.1.7.Sermaye Piyasasının Ülke Ekonomisinde Yeri

Ekonomideki uzun vadeli yatırımlara kaynak teşkil eden sermaye piyasaların ekonomideki yeri, piyasaların ülkedeki özel sektör yatırımlarının finansmanına katkısı konusunda önemli bir göstergedir.Sermaye piyasasının ülke ekonomisindeki yerini bulmak için çeşitli oranlardan faydalanırız.Bunlar;“İşlem Hacmi/GSMH veya Piyasa Kapitalizasyonu/GSMH”,“Yeni İhraç Miktarı/Toplam Sabit Sermaye Yatırımları” şeklinde sayabiliriz.

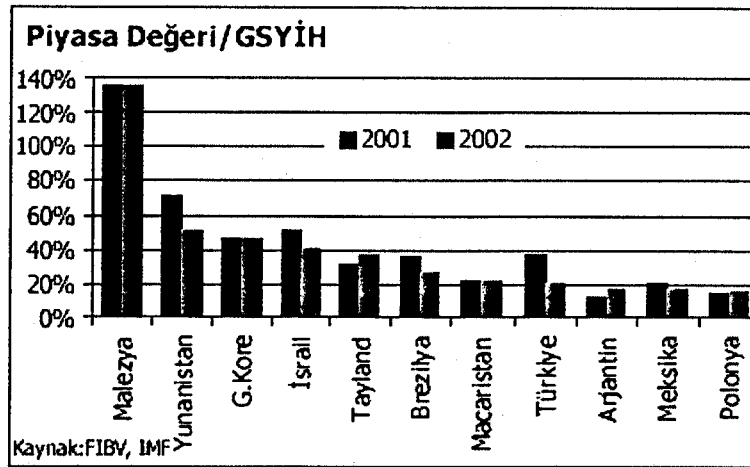
Piyasa değerinin GSMY' ye oranı, bir borsanın ekonomi içerisindeki önemini göstermesi açısından önemlidir.Bu oranın yüksek olduğu ülkelerin ekonomik açıdan da

<sup>86</sup> İ.Ethem Sancak ,Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları, SPK Araştırma Raporu , Ankara ,1999,s.12

gelişmiş olduğu belirlenmektedir.<sup>87</sup> Düşen hisse senedi fiyatları ve işlem gören şirket sayılarının azalması ile, birçok ülkede bu oran 2002 yılında düşüş göstermiştir. Türkiye için 2001 yılında GSYİH'nin %38'ine denk gelen piyasa değeri, 2002 yılında %21'e gerilemiştir.

2001 ve 2002 yılında Piyasa Değeri/GSYİH oranı en yüksek ülke Malezya'dır. Malezya'ya, Yunanistan ve G.Kore izlemektedir.

Şekil 17:Piyasa Değeri/GSYİH



Kaynak:Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, Yatırımcı Profili,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.htm](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm) ,(Nisan 2003),s.33

### 3.1.8. Piyasaya Dönüş Oranı ve Yoğunlaşma

İşlem görme oranı veya piyasa dönüş oranı, belli bir dönemde piyasada oluşan toplam iş hacminin, ortalama piyasa değerine bölünmesiyle bulunur ve piyasaların likitidesini karşılaştırmada kullanılır. İşlem görme oranı 2001 yılında %178,8 olan piyasamız, dünya sıralamasında 4. sıradadır ve birçok gelişmekte olan piyasayı geride bırakmıştır.<sup>88</sup>

Piyasa yoğunluğu, piyasa değeri olarak en büyük veya işlem hacmi olarak en aktif hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin, toplam piyasa kapitalizasyonu içerisinde tutmakta olduğu yerin yüzde olarak gösterilmesidir. Bizim gibi gelişmekte olan piyasalarda genellikle çok büyük piyasa değerine sahip birkaç şirketin piyasadaki işlem hacminin büyük kısmını elinde tutmaktadır.

<sup>87</sup> Meral Varış Tezcanlı, Ali Küçükçolak, Oral Erdoğan, Levent Özer, AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi, Sayı 14, İstanbul, İMKB Dergisi, Nisan/Mayıs/Haziran 2000, s.102

<sup>88</sup> İMKB Dergisi, Sayı:20, İstanbul, Ekim/Kasım /Aralık 2001, s.79

Türk sermaye piyasasının en önemli sorunlarından bir tanesi de yüksek yoğunlaşma oranıdır.Hisse senedi toplam ihraç tutarları ele alındığında ilk 20şirketin 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 yoğunlaşma varken, finansman bonosundaki yoğunlaşma oranı daha yüksektir.İlk 20 şirket toplam finansman bonusu ihracının %67,3'nü, ilk 40 şirket %89,1'ni gerçekleştirirken ilk 60 şirket neredeyse tamamına yakını %97,8'ni gerçekleştirmektedir.<sup>89</sup>

Yoğunlaşma açısından gelişmekte olan ülkeler içinde, Türkiye %51'lik oranla yüksek yoğunlaşma derecesine sahip ülkeler arasında yer almaktadır.<sup>90</sup>

### 3.1.9.Fiyat /Kazanç Oranları

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 hesaplanır.

**Tablo 17: Türk Sermaye Piyasasında F/K Oranları**

Yıllar	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	10,7	20,1	7,8	33,8	15,2	69,5

Kaynak: İMKB Dergisi , Ekim/Kasım /Aralık 2001, Sayı:20, İstanbul ,s.8

Piyasamızda 1996 yılından itibaren F/K oranı 10,7'le başlamış; 1999 yılında 33,8 kadar yükselmiştir.2000 yılında 15,2 kadar düşmüş 2001 yılında fiyat kazanç oranı yükseliş göstermiş 70'lere yaklaşmıştır.2001 yılında İMKB 69,5 fiyat kazanç oranı ile gelişmekte olan piyasalar içinde 2001 yılında ilk sırayı almıştır.<sup>91</sup>

<sup>89</sup> SPK,Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi , Ankara, SPK Araştırma Raporu, No:17 ,1996 , s.74

<sup>90</sup> Standard & Poors ,a.g.e., s.62-63

<sup>91</sup> İMKB Dergisi ,Ekim/Kasım /Aralık 2001, Sayı:20, İstanbul ,s.814



### 3.1.10.Dışa Açıklık ve Kurumsal Düzenleme Yeterliliği

Yabancı yatırımcıların yatırımlarındaki en önemli kriterlerden biri dışa açıklıktır.Bir menkul kıymet piyasasının dışa açıklığı, sermaye akışının maliyeti,elde edilen gelirin anavatana döndürülebilmesi,yabancı yatırımcıya uygulanan kısıtlamalar ve engellerin büyüklüğü ile değerlendirilebilir.İMKB dışa açıklık konusunda son derece gelişmiş bir piyasadır.Daha önceki bölümlerimizde anlattığımız gibi 1980 yılından sonra yaşanan serbestleşme hareketleriyle birlikte İMKB' de yabancı yatırımcılara son derece kolaylıklar sağlanmıştır.

Son yıllarda birçok ülkede yabancı yatırımcının doğrudan hisse senedi satın almasına izin verilirken, portföy yatırımları üzerindeki vergi yükümlülükleri de ya bütünüyle kaldırılmış ya da ez aza indirilmiş ve dividant ve sermaye kazançlarının ülke çıkışı üzerindeki sınırlamalar gevşetilmiştir.Bu nedenle, bu ülkelerin sermaye piyasalarının son yıllarda patlama yapmasının temelinde hiç kuşkusuz finans kesiminin serbestleşmesi, sermaye hareketlerinin önünü tıkayan engellerin sona erdirilmesi ve ulusal ekonomilerin dünya ölçeğinde hızlanan entegrasyonu yatmaktadır.

Bazı ülkeler uygulamada çıkardıkları zorluklarla yabancı yatırımcıları piyasalarından uzaklaştırmaktadırlar.Birçok gelişmekte olan ülkede son yıllara kadar piyasalarda hukuki ve kurumsal düzenlemeler genellikle yetersizdi.Bu piyasalarda düzenleyici ve denetleyici kurum devlet kuruluşları olduğu için zaman zaman piyasalarını koruma altına almaktadırlar.Gelişmekte olan ülkelerden Arjantin,Brezilya, Macaristan,Polonya ve Türkiye'de yabancı yatırımcılar için gelirlerin ve ana paranın yurt dışına çıkışında herhangi bir kısıtlama yoktur.Şili,Endonezya, Nijerya ve Tayland gibi ülkeler sermaye ve kazançlarının geri dönüş haklarının elde edilmesi için bazı kayıt zorunlulukları getirmişlerdir.Diğer yandan Kolombiya,Hindistan ve Tayvan'da sadece borsa tarafından onaylanan yabancılar işlem yapabilmektedir.Suudi Arabistan'da yabancı yatırımcıların işlem yapması ya vergi politikalarının da uluslararası yatırımcıların yatırım kararı almasında etkilidir.Bir çok gelişmekte olan ülkede vergisel avantajlar risk primini karşılamak zorundadır.Vergisel avantajlar risk primini karşılamıyorsa yatırımcılar fonlarını daha avantajlı piyasalara yönlendireceklerdir.Şili,İsrail,Güney Kore,Polonya ve Ukrayna gibi gelişmekte olan piyasalarda stopaj oranı çok yüksektir.Polonya'da bireysel yatırımcılardan vergi alınmazken,kurumsal yatırımcılar faiz ve sermaye kazançları üzerinden %30 vergi ödemektedirler.Genellikle

global yatırımcılar vergi teşvikleri olan piyasalarda yatırım yapmayı tercih ederler.Yabancı yatırımcılar vergi teşviklerinin yanı sıra politik ve ekonomik istikrar aramaktadırlar.

### 3.1.11.Ülkemizin Diğer Piyasalara Göre Performansı

Gelişmekte olan piyasaların en büyük özelliği yabancı yatırımcılara yüksek getiri ve yüksek risk sunmasıdır.En iyi performans gösteren ülke sıralamasında İMKB 1999 yılında %256 performansla 1.sırada yer almış,2000 yılında ise 92 ülke içinde %-52'lik performansla en kötü getirilerden birini elde etmiştir.

**Tablo 18: 1999 ve 2000 Yıllarında Gelişmekte Olan Borsalarda En İyi Performans Gösteren 5 Ülke**

1999 Yılı	Performans	2000 yılı	Performans
Sıra Piyasa	%	Sıra Piyasa	%
1.Türkiye	256	1.Nepal	86
2.Rusya	243	2.Ukranya	75
3.Malta	178	3.Nijerya	61
4.Zimbabve	150	4.Zambiya	56
5.Finlandiya	136	5.Malavi	54
		88.Türkiye	-52

Kaynak: Standard & Poors , a.g.e., s.30

### 3.1.12. Volatilite

Her yatırımın bir maliyeti vardır.Gelişmekte olan piyasalara yatırım yapmanın en büyük maliyeti ise yüksek risktir.Riski oluşturan faktörlerden finans biliminde volatilite adı verilen, fiyatlardaki beklenmedik ani hareketlerdir.Gelişmekte olan borsalarda kazançlar sürekli değildir.Nitekim endeksler artı eksi 50 puan oynayacak kadar değişkenlik gösterebilmekte ve oldukça istikrarsız bir trend çizmektedir.

Borsalarda volatilite ise endeksin hızla düştükten sonra birden ters yönde harekete geçerek yükselmesidir.Borsada volatilite her zaman söz konusudur, ancak normal zamanlarda volatilitenin boyutu daha küçük olmaktadır.Asıl önemli olan volatilite ise kriz zamanlarında ve beklenmedik zamanlarda görünen volatilitedir. Hisse

senetlerinin volatilitesini ölçmede, fiyat hareketlerinin standart sapması; borsanın volatilitesini ölçmede ise, endeksteki değişmelerin standart sapması kullanılmaktadır.<sup>92</sup>

### 3.1.13. Türk Sermaye Piyasasında Vadeli İşlemler Piyasası

Para piyasasında dövizin dalgalanmaya bırakılmasının ardından yaşanan belirsizliği ortadan kaldırmak ve döviz kurunun seyrine istikrar kazandırmak amacıyla, İMKB bünyesinde Döviz Üzerine Vadeli İşlemler Piyasası 15 Ağustos 2001 tarihinde açılmıştır. Döviz kurundaki dalgalanmayı yavaşlatması ve dövizin gelecekteki fiyatına ilişkin yol göstermesi beklenen piyasa, Merkez Bankası, SPK ve İMKB'nin ortak çalışmalarıyla tamamlanmıştır.<sup>93</sup>

İMKB bünyesinde açılan döviz üzerine vadeli işlemler piyasası daha yeni bir piyasadır. Tablo 20'de görüleceği üzere açıldığı 2001 yılında günlük ortalama işlem hacmi ve işlem sayısı olarak istenilenin düzeyinde değildir. 2002 yılı ve 2003/09 ayına kadar işlem hacmi daha da küçülmüştür. Piyasa ilerleyen yıllarda istenilen, amaçlanan hedeflerine ulaşacaktır.

**Tablo 19: Amerikan Doları (USD ) Üzerine Vadeli İşlem Sözleşmeleri Sözleşme Büyüklüğü 100.000 S**

	İşlem Hacmi		Günlük Ortalama		İşlem Miktarı	İşlem Sayısı
	Milyon TL	USD	Milyon TL	USD		
2001	4.031.600	2.600.000	42.889	27.660	26	20
2002	560.000	400.000	2.222	1.587	4	2
2002/09	560.000	400.000	2.963	2.116	4	2

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/aylikbulten/aylikbulten.htm> , 17/12/2003

### 3.1.14. Türk Sermaye Piyasasında Derecelendirme

Sermaye piyasasının gelişmesi yönünde atılan önemli adımlardan biri de bu piyasada bulunan araçların ( SP Kanunu' nun 3. madde 1. fıkrasının (b) bendinde belirlenen menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları ) derecelemeye tabi tutulmasıdır. Özellikle yeni gelişmekte olan ülkemiz sermaye piyasasının bu yöndeki

<sup>92</sup> Ünal a.g.e,s.25

<sup>93</sup> <http://www.activefinans.com/activeline/sayi18/doviz.html> ,01/10/2001

çabaları sonucu yatırımcılarını aydınlatma mekanizmasını işletmesi gerek ulusal ve gerekse uluslararası boyutta pozitif bir hareket olarak değerlendirilebilir. Yatırımcılarını ciddi ölçüde koruyan bir ülkenin sermaye piyasasına, uluslararası nitelikteki yatırımcıların çekilmesi ihtimali daha yüksektir. Sermaye piyasasındaki bir çok yatırımcı, bu piyasaya girerken çeşitli ülkelerin şirketleri ile ilgili genel ve özel bir takım bilgilere sahip olamamaktadır. Dereceleme kuruluşları yatırımcıların bu tür bilgi ihtiyaçlarını karşılamak ve onlara karar vermelerinde yardımcı olmak maksadıyla, sistemleştirilmiş ve her birinin belirli anlamları olan notlarla yatırımcıların aydınlatılmasına çalışmaktadırlar.<sup>94</sup>

Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde yatırımcıların karar alma süreçlerini doğrudan etkileyen araçlardan biri de risk dereceleme faaliyetleridir. Dereceleme işlemi bankaları, kamu kuruluşlarını, yerel yönetimleri ve genel olarak devletleri değerlendirme boyutlarını da kapsayan geniş bir alana yayıldığı görülmektedir. Risk dereceleme yapılmasında çeşitli hedefler gözlenmektedir. Dereceleme işlevini yaptırın bankalar açısından değerlendirmeye başlarsak bankalar ölçülerine göre farklı beklentiler içinde olabilirler. Küçük bankalar derecelendirmeyi, portföylerinin seçiminde yardımcı olarak görürlerken, büyük bankalar kendi yaptıkları analiz için bir kontrol aracı olarak kullanmaktadırlar. Brokerlar ise genellikle derecelendirmeyi, yatırım tahminlerinde ve müşterilere sağladıkları hizmetlerde kullanmaktadırlar. Sigorta şirketleri, her ne kadar kendi elemanları ile yatırım analizlerini yapıyorlarsa da, tahvillerin satın alınması sırasında derecelendirmeden yararlanırlar.

Türkiye'de "kredi derecelendirme kuruluşları" nın bulunmaması özel sektör tahvil ve bono ihraçlarında maliyeti artırıcı ve kredibilitiyi etkileyen bir unsur olmaktadır. Özellikle borçlanan bir şirket veya kuruluşun, anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getirmeyeceğinin bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi işlemini ifade eden derecelendirme, bu borçtan doğan yükümlülüklerle yönelik riskler, şirketin mali yapısı ve borçlanmanın koşulları gibi unsurları içermektedir. Sermaye piyasalarının en önemli özelliklerinden olan kamunun

<sup>94</sup> <http://www.kiibf.selcuk.edu.tr/fehmihocamakale2.htm> , 01/08/02

aydınlatılması ilkesinin başlıca araçlarından biri haline gelen derecelendirme, aynı zamanda finans piyasalarında güven unsurunun yerleşmesinde rol oynayan kurumsal bir nitelik kazanmıştır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirme, yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerini değerlendirmede sıkça başvurulan bir bilgi kaynağı durumundadır.

Ülke riski kavramının finansal serbestleşmeyle birlikte ön plana çıkması ve uluslararası yatırımlarda artış ve sermayenin serbest dolaşımı derecelendirme şirketlerinin doğmasını sağlamıştır.İşbölümünün giderek yaygınlaşmasına paralel olarak kredi değerliliğinin tespitine yönelik analizleri kendi imkanlarıyla yapmak isteyen yatırımcı sayısı giderek azalmıştır.Çok büyük uluslararası firmalar dahi, muhtelif risklerin değerlendirmesini tam anlamıyla yapabilecek uzman bir kadro için gerekli kaynağı ayırmak hususunda isteksiz davranmışlardır.İşte bu sebeple,bu bilgi ihtiyacını karşılayabilmek amacıyla bilhassa New York, Londra, Tokyo, Paris ve Frankfurt gibi önemli sermaye piyasası merkezlerinin bulunduğu ülkelerde muhtelif şirketler kurulmuştur. Bunlar arasında, merkezi New York'ta bulunan Standart and Poor's, Amerikan rating kuruluşu Duff&Phelps (DCR), IBAR (Uluslararası Araştırma ve Danışmanlık A.Ş. ) ve IFC şirketlerinin ortak olduğu IBAR/Duff&Phelps rating kuruluşu da Türk finans piyasalarının gelişimine katkıda bulunmaktadır.

Derecelendirme sürecinde ele alınacak ve inceleme konusu yapılabilecek temel kriterler şöyle sıralanabilir ;<sup>95</sup>

- Sermaye piyasasındaki kuruluşların organizasyon yapıları
- Mali yükümlülüklerini karşılayabilme gücü
- Şirketin orta vadeli fırsat ve riskleri
- Şirketin sektördeki diğer şirketlerle rekabet konumu, üretim kapasitesi ,dağıtım sistemi ve pazarlama ağı
- Finansal yönetim ve muhasebe politikaları
- Şirketin geleceğini etkileyecek yönetsel ve sermaye yapısı değişiklikleriyle yatırımlardaki değişiklikler , teknolojik yenilikler vs.

Kamunun aydınlatılması ilkesini esas alan derecelendirme işlemi sermaye piyasasına gelen çeşitli gruptan oluşan yatırımcılara yukarıda belirttiğimiz durumları

<sup>95</sup> <http://www.kiibf.selcuk.edu.tr/fehmihocamakale2.htm> , 01/08/02

inceleyerek onların bilgi sahibi olmalarına katkıda bulunacaktır. Yatırımcılar şirketle ilgili detaylı bilgilere yasal çerçevede duyması gereken bilgilere ulaşması mümkün olmayabilir. Bu nedenle kendisini kamuoyuna iyi duyurmak isteyen şirketler dereceleme kuruluşlarıyla anlaşarak bu tür bilgilerin özetlenerek ve not ile ifade edilmek suretiyle duyurulması sağlanacaktır. Özellikle bu tür çalışmalar uluslararası sermaye piyasalarına açılma ihtiyacı duyan firmalar için gereklidir. Firmaların uluslararası sermaye piyasalarına açılmada öncelikli olarak bir takım prosedürleri dikkate almaları gerekmektedir .

Sermaye piyasasının gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunacak olan dereceleme işlevi, piyasanın olgunlaşması bakımından olumlu bir adım olarak kabul edilmelidir. İşletmelerin sundukları finansal tabloların bütün kamuoyu tarafından tam olarak algılanması mümkün değildir. Gerek bu açıdan gerekse uluslararası piyasalarda yeteri ölçüde anlaşılma ve ilgili şirketlerin takibi açısından dereceleme işlemi sermaye piyasasının kaçınılmaz bir aracı olarak ortaya çıkmaktadır. Kamunun aydınlatılması işlevinin yerine getirilmesinde ve küçük yatırımcının aydınlanarak korunmasına katkıda bulunacak olan dereceleme aynı zamanda bu işleve tabi olan kurum ya da kuruluşların kendilerine göre nasıl bir gelişme kaydettiklerini de ölçme imkanına sahip olabileceklerdir. Zira dereceleme sadece belirli kriterleri ortaya koymanın yanında negatif bir hareketin pozitif yöne doğru sevk edilmesini de amaçlamaktadır. Bu bakımdan dereceleme, sermaye piyasasının gelişmesi ve derinleşmesi açısından uluslararası boyutta genel kabul görmenin bir ölçüsü olarak ele alınabilir.

Yabancı yatırımcıların; bir piyasaya girerken dikkat ettiği ve unutulmaması gereken bir faktörde endekslerdir. Morgan Stanley Capital International adlı Amerikan firması dünya piyasaları için endeksler hesaplayan en ünlü kurumdur. Bu endekslere MSCI endeksleri denmektedir. Yabancı yatırımcıların en fazla takip ettiği endeksler bu endekslerdir.<sup>96</sup>

### **3.1.15.Türk Sermaye Piyasasında Denetim ve Güven**

Sermaye piyasalarında, genel olarak baktığımızda iki önemli düzenleme vardır.Birincisi hukuki otoritenin koyduğu, yazılı hukuki çerçeveyi belirleyen

<sup>96</sup> [http://www.borsa.net/makale\\_goster.asp?Article:A\\_160601002\\_06/01/2001](http://www.borsa.net/makale_goster.asp?Article:A_160601002_06/01/2001)

düzenlemelerdir.İkincisi,en az birinci kadar önemli olan ve yazılı olmayan etik kurallardır.Finansal piyasalarda etik değerler bu piyasaların yaşaması için gerekli olan güven unsurunu oluştururlar.Finansal piyasalar, yapıları gereği , yatırımcılar, aracılar ve sistem arasındaki karmaşık güven ilişkisine dayanır.Güven ilişkisinin kaybolması yatırımcıların piyasadan çıkması ve piyasanın derinliğinin kaybolmasına yol açmaktadır.Kamusal bir otoritenin denetim gücünü elinde bulundurması ve etkin bir biçimde kullanması yatırımcıların piyasaya olan güvenini artıracaktır.Piyasalardaki güven unsuru hem yabancı hem de yerli yatırımcılar için önemlidir.

Piyasada son günlerde fazlasıyla ortaya çıkan sorunlar genelde hukuki altyapıyla ilgilidir.Bu sorunlar çözülmeksizin kurumsal yabancı yatırımcıların ülkemize gelmesi ve bireysel yatırımcının borsaya güveninin oluşması sağlanamamaktadır.

Başlıca hukuksal sorunlardan biri, borsada faaliyet gösteren aracı kurumlar ve müşteri arasında oluşan ciddi bir ihtilaf mahkemeye yansıdığında çok uzun bir süreç başlamakta ve davalar 5-10 yıl sürmektedir.Yabancı yatırımcılar ise borsa gibi karların kısa dönemde realize olduğu bir ortamda bu tür ihtilafa düşmekten çekindikleri için sadece bazı aracı kurumlardan işlem yapmayı tercih etmektedirler. Bu da aracı kurumlar arası rekabeti engelleyen bir unsurdur. SPK'nın etkin denetim mekanizması son yıllarda batan aracı kurumlarda yatırımcının mağduriyetini önlemiş ve piyasaya olan güveni büyük ölçüde arttırmıştır. Ancak halen piyasada oluşan büyük ihtilaflar SPK ve İMKB tarafından uyuşmazlık komitelerinde çözülmediği zaman mahkemelere yansımakta ve yatırımcı mağdur olmaktadır.Bu durumda sermaye piyasaları davalarının hızla sonuçlandırılmasını sağlayıcı hukuki ve idari önlemler alınmalı, iç ve dış yatırımcılar nezdinde Türkiye'de hukuk düzeninin işlediği inancı oluşturulmalıdır.<sup>97</sup>Sermaye Piyasalarına yönelik davaların yıllarca sürmesi iç ve dış yatırımcıların piyasaya güvenini sarsmaktadır.

Ülkemizdeki halka açık şirketlerin önemli kısmı halen yatırımcıları ortak olarak görmemekte yasal zorunluluklar dışında yatırımcı ilişkileri ve yatırımcı haklarına gereken önemi vermemektedir.Halka açıklık oranının düşük olması bunun en önemli nedeninin başında gelmektedir.Aracı kurumların araştırma bölümlerine bazı halka açık

<sup>97</sup>[http://www.gedik.com/e\\_topac/yatirimci\\_guveni\\_210303.pdf](http://www.gedik.com/e_topac/yatirimci_guveni_210303.pdf) ,21/03/2003

şirketler randevu bile vermemektedir.Hisse başı kar ve temettü gibi performans kriterleri ile şirketin plan ve projeleri faaliyet raporlarının çok azında yer almaktadır.<sup>98</sup>

Kurumsal yatırımcıların yatırım stratejisi uzun vadeli yatırım olmaktadır.Yine kurumsal yatırımcılar sınır ötesi çalışacakları aracı kurumlarda mali sağlamlık, hizmet sunumunda kalite, etkin takas saklama ve emirlerin yerine getirilmesi gibi öncelikleri aramaktadır.Ülkemizde İMKB takas saklama işlemleri 1992 yılında şirket; 1995 yılında ise yatırım bankası statüsüne çevrilen İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş tarafından yürütülmektedir. Takasbank, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda gerçekleştirilen alım/satım işlemlerinin menkul kıymet ve nakit takasının yerine getirilmesinden sorumlu merkezi takas kurumudur.

Sermaye piyasası kurulu, piyasalarda güvenin artırılması ve yatırımcıları, aracı kurumlardan kaynaklanan risklere karşı korumayı hedefleyen önlemlerden biri olan "Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş." nin kuruluşunu tamamlanmıştır.Kurul, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi amacıyla, 21.6.2001 tarihli Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun kuruluş, faaliyet, çalışma ve denetim esasları hakkındaki yönetmeliğin ilgili maddesi uyarınca, hazırlanan MKK'nın ana sözleşmesini, kuruluş işlemlerinin tamamlanması çalışmaları devam etmektedir.

Bu çalışmalar sonunda, MKK AŞ'nin tüzel kişilik kazanması ile birlikte, Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi", "Yatırımcıları Koruma Fonu", "Tedrici Tasfiye" hükümleri ile Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği ve Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik de fiilen yürürlüğe girmiştir.<sup>99</sup>

2000 yılı içinde sermaye piyasamızda, yatırımcı koruma fonu, merkezi kayıt kuruluşu ,aracı kuruluşlar birliğinin kurulmasıyla çok büyük adımlar atılmıştır.Merkezi kayıt kuruluşuyla kayıtlar sanal ortamda yapılabilecektir.Muhasebe Standartları Kurulunun kurulumuyla , Maliye Bakanlığını ayrı, BBDK'nın ayrı, SPK'nın ayrı olan muhasebe standartları da uluslararası düzeye kavuşmuş olacaktır.Yabancı yatırımcılar için yatırımda karşılaşılan risklerden biri de farklı muhasebe standartlarıdır.Ülkemizde enflasyon muhasebesinin uygulanmaya başlanması gerekmektedir. Ortakların haklarının korunması ve kamuoyunun aydınlatılması için yaptıkları çalışmalar kapsamında, temettü dağıtımı ve konsolide mali tablolar ve enflasyon muhasebesinin de

<sup>98</sup> <http://www.gedik.com/HAZINE-ET1.PDF> ,01/12/2003

<sup>99</sup> <http://arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/01/06/22/ekonomi/02eko.htm> , 01/06/02



uygulanmaya başlanması gerekmektedir.Enflasyon muhasebesiyle ilgili son gelişme 18/12/2003 tarihinde, gelir ve kurumlar vergisi'nin enflasyondan arındırılarak ödenmesine olanak sağlayan yasa tasarısı kabul edilmiştir. Enflasyon düzeltilmesi, 1970 yılındaki hesaplardan itibaren yapılabilecektir.Son düzenlemede borsada işlem gören hisse senetleri, enflasyon muhasebesine tabi tutulmamıştır.<sup>100</sup>

Piyasada güven unsuru çok önemlidir.Yabancı yatırımcılar her şeyden önce haklarının korunduğu piyasalarda yatırım yaparlar.Bu durumda etik değerler de öne çıkmaktadır.Aracı kuruluşlar, yatırım fon ve ortaklıkları ile bağımsız dış denetim şirketleri, derecelendirme şirketleri gibi diğer kurumlar, sermaye piyasasına yön vermektedir. Sermaye piyasasında güvenilir bir ortamın yaratılması, piyasaya yön veren kurumların güvenilir ve dürüst olmalarına bağlıdır.Türk sermaye piyasasında derecelendirme kuruluşlarına da ihtiyaç vardır.TSP' da yatırım aracı çeşitlerinin azaldığını belirtmiştik özellikle özel sektör bono ve tahvilleri çıkartılmamaktadır.Kamunun ağır borç yükü nedeniyle kamu menkul kıymetleri ön plandadır.Kamunun borç yükü hafifletilmeli ve özel kurum tahvil ve bonoları piyasada yerlerini almalıdır.

#### **4.YABANCI YATIRIMCILARIN ARACI KURUM SEÇİM KRİTERLERİ**

Yabancı yatırımcıların, yatırım yaparken dikkate aldığı kriterlerden biride işlem maliyetleridir. İşlem maliyetleri, sermaye piyasalarının etkinliğine; piyasanın işlem hacmi ve likiditesine, menkul kıymetlerin getirisi gibi bir çok unsura etkide bulunmaktadır. Maliyetlerdeki artış; piyasadaki işlem hacmini düşürerek piyasanın likiditesini azaltmakta, menkul kıymetlerin getirisini düşürerek yatırımcıların farklı piyasalara yönelmesine yol açabilmekte veya uluslararası portföy yatırımlarını, maliyetlerin daha düşük olduğu ülkelere yöneltmektedir.

Dünya piyasalarındaki işlem maliyetleri arasında en büyük payı aracılık komisyonları almaktadır. Bunun dışında diğer bir maliyet türü de alım satımlara uygulanan menkul kıymet işlem vergisi veya benzeri uygulamalar olup, sermaye piyasası gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ülkede bulunmaktadır.

Dünya piyasaları ile karşılaştırıldığında ülkemizin, bazı Avrupa Birliği ülkelerinden daha düşük bir maliyet ile orta sıralarda yer aldığı ve gelişmekte olan

<sup>100</sup> <http://www.ntvmsnbc.com/news/248708.asp> ,18/12/2003

piyasalar arasında da en düşük maliyetlere sahip ülkelerden biri olduğu söylenebilecektir. Ayrıca, sermaye piyasalarını geliştirme çabası içindeki ülkelerde görülen işlem maliyetlerinin düşürülmesi eğilimi çerçevesinde ülkemiz sermaye piyasalarındaki işlem maliyetlerinin de zaman içinde düşmekte olduğu görülmektedir. Ülkemiz sermaye piyasasında bulunan maliyetler içinde, diğer ülkelere göre en yüksek olan unsur aracılık komisyonlarıdır. Aracılık komisyonları, aracılardan karşı karşıya kaldığı tüm maliyetlerin bir fonksiyonu olduğundan, bu maliyet unsurlarının ülkemizdeki toplam işlem maliyetleri açısından yeniden değerlendirilmesi, özellikle vergi ve benzeri uygulamalarda yeni düzenlemeler yapılması ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Takasbank tarafından alınan ücret ve komisyonların, bu kurumların verdiği hizmetlerin maliyeti ile orantılı olmasının sağlanması gerektiği düşünülmektedir. Ülkemiz sermaye piyasasında yatırımcılar tarafından katlanılan maliyetler, aracı kuruluşların müşterilerinin emirlerini gerçekleştirmeleri karşılığında yatırımcılardan aldıkları komisyonlar (kurtaj), yatırımcıların İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'ye ödedikleri "müşteri ismine saklama hesap açma ve hesap bakım ücreti" ve yine Takasbank'a ödedikleri "sermaye artırımına katılma ve temettü tahsil komisyonu"dan oluşmaktadır.<sup>101</sup>

Türk sermaye piyasasındaki aracı kurumlarla ilgili bir konuda denetimdir. Sermaye piyasalarında açıklık şeffaflık kadar önemli bir unsurda denetimdir. Türk Sermaye Piyasasında denetim kurumları etkin çalışmaktadır. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz öz düzenleyici bir meslek kuruluşudur. 2001 yılından itibaren faaliyetlerini sürdürmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tüm yetki belgeleri iptal edilen aracı kurumların alacak sahiplerinin, sermaye piyasası faaliyetlerinden doğan alacakları, Özel Fon' dan karşılanmaktadır.<sup>102</sup>

Aracı kurumlar piyasalar ile yatırımcı ve menkul kıymet ihraçları arasında köprü işlevi görmekte olup, etkin hizmet ve ürün sunanlar rekabet gücü kazanacaktır. Yabancı yatırımcılara yönelik portföy yatırımlarında yabancı yatırımcıların tercihlerinde mali sağlamlık, güven, müşteri hizmetleri ve personel kalitesi önemli rol oynamaktadır. Aracı kurumların sermayelerini artırmaları, teknolojik yatırımlara özellikle araştırma ve geliştirme faaliyetlerine yönelmeleri zorunludur.

<sup>101</sup> [http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/Yener\\_Yildirim.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/Yener_Yildirim.pdf) ,01/01/02

<sup>102</sup> <http://arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/01/07/06/ekonomi/31eko.htm> , 01/07/2002

Verimliği artıracak ve maliyetleri kontrol altında tutacak etkin bir yönetim bilgi sistemi, etkin bir risk yönetimi, hizmet ve ürünlerin iyileştirilmesi, yurt dışı piyasalar ile bütünleşme ve iletişim, geniş bir müşteri portföyüne yayılma ve dağıtım tekniği, yeni ürünler, finansal raporlama ve destek birimleri, ekonomik ve sektörel araştırmalar, stratejik işbirliğinin kurulması ve sürdürülebilmesi için teknoloji yatırımları ve kaliteli personel gerekli görülmektedir.<sup>103</sup>

Son yıllarda aracı kurumlarla ilgili diğer bir konuda internet üzerinden işlemin yayılmasıdır.Yabancı yatırımcılarda global ve bölgesel finans ağlarına iyi entegre olmuş, global, bölgesel ve yerel bazda içerik oluşturabilen, modern teknolojik ve iletişim altyapısı olan aracı kurumlarla çalışmaktadırlar.Bununla beraber bu sanal pazarların dinamiğini irdeleyebilen yöneticilere sahip aracı kurumlar yerel ve yabancı rakipleri karşısında pazar paylarını koruyabileceklerdir. 24 saat hizmet veren online aracı kurumlar müşterilerine dünyanın hemen hemen tüm borsalarında ve gelişen pazarlarda alım/satım işlemlerini gerçekleştirebilme imkanı vermektedir. Ayrıca bu finansal pazarların bulunduğu ülkeler, şirketler ve kağıtlar hakkında gerçek zamanlı veri ve bilgi içeren hizmetleri de sunmaktadırlar.<sup>104</sup>

Borsada işlem yapan 128 aracı kuruluştan çoğunluğu (75 aracı kurum ) web sitelerinin hazırlayarak internetten tanıtımlarını yapmakta ve güncel verileri yatırımcılarına ulaştırmaktadırlar.Ancak diğer aracı kurumların web sayfalarının bile bulunmamaşı, yeni teknolojiye çok yabancı olduklarını veya güvenlik gibi nedenlerden dolayı sanal ortamdan çekindiklerini göstermektedir.Borsaya ye aracı kuruluşun 35'i , İnternet sitelerinde kurdukları sistemlerle müşterilerine elektronik ortamda aracılık hizmeti vermektedirler.<sup>105</sup>

Elektronik ortamın sesli pazarlık yöntemine göre büyük avantajları vardır.Elektronik ortamda daha düşük maliyetlere katlanılır.İnternet, işlem yapanların borsa bilgilerine hızlı ulaşmalarını ve aynı anda bir çok müşteriye hizmet verebilmeyi sağlamaktadır.Yabancı yatırımcılarda, belirli yerlere kurulan bağlantı noktaları veya doğrudan bilgisayar bağlantıları sayesinde uzaktan işlem yapabilmektedirler.Bu sayede borsaların müşteri potansiyeli artmaktadır.Elektronik borsalar birbirleriyle kolayca bağlantılar kurabilmekte ve bu sayede yatırımcılara çok geniş bir ürün yelpazesini daha

<sup>103</sup> Meral Varış Tezcanlı ,Erol Erdoğan, Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İMKB, İstanbul , İMKB Yayınları ,1996 ,s.32

<sup>104</sup> oşkun,a.g.e ,s.87

<sup>105</sup> aynı,s.87

düşük bir maliyetle sunabilmektedirler.Sesli pazarlık yönteminde işlemler , günün belli saatleri sınırlı iken elektronik ticarete günün her saatinde işlem yapılabilmektedir.Özellikle yurtdışındaki yatırımcılar ülkeler arası saat farkından etkilenmemektedir.

Türk aracı kuruluşlarının sadece komisyonculuk gelirine dayalı faaliyette bulunmaları dünyadaki gelişmelerle uyuşmamaktadır. Sermaye piyasalarında tam ve serbest rekabetin sağlanması temel hedeftir. Bu kapsamda, komisyon oranlarının en kısa zamanda serbest bırakılması ve rekabet koşullarında belirlenmesi gerekmektedir. Rekabet sonucu düşecek olan komisyon oranları ve bu nedenle karların azalması, kuruluşları yeniliklere ve daha kaliteli hizmet vermeye zorlayacaktır. Teknolojiyi daha akıllıca kullanmak ve faaliyetlerini yatırım danışmanlığı ve varlık yönetimi gibi yüksek katma değerli faaliyetleri kapsayacak şekilde genişletmek gibi yolları kullanmak suretiyle, aracı kuruluşlar kendilerine uzmanlık alanları yaratabilecek ve müşteri yelpazesini genişletebilecektir. Ayrıca, aracı kuruluşların birincil piyasalara yönelmeleri, küçük işletmelerin özel tahsisli hisse satışları veya halka açılmalarına aracılıkta uzmanlaşmaları, başka bir deyişle yatırım bankacılığı diye bilinen sermaye piyasası faaliyetlerine ağırlık vermelerinin zamanı gelmiştir. Bu tarz yüksek getirili faaliyetler hem aracı kurumlar hem de ülke ekonomisi açısından büyük yarar sağlayacak ve yakın gelecekte de hızla gelişme gösterecektir.<sup>106</sup>

Sermaye piyasamızda aracı kurumların uygulayacakları komisyon oranların belirlenmesinde sorunlar ortaya çıkmıştır. Aracı kurumların gelirlerinin sadece komisyon oranlarına dayanması nedeniyle 1999 yılında komisyon gelirleri komisyon giderlerini karşılayamamış ve aracı kurumlar zarar etmişlerdir. 1997 yılı başında sektörün önerisi ile komisyon oranlarına binde 2 oranında asgari bir düzey belirlenmiştir.Uygulamanın başlangıç dönemlerinde titizlikle uygulandığı için aracı kurumların mali yapılarını olumlu anlamda oldukça etkileyen asgari komisyon uygulaması, daha sonra dejenere olmuştur. Sermaye piyasasında pastanın küçük olması ve bütün aracı kurumların birbirlerinin müşterilerini çalmaya dönüşen pazarlama faaliyetleri, bu zorunlu uygulamanın bozulmasına neden olmuştur. Aracı kurumlar gelir yaratacak yeni faaliyet alanları ve yeni müşteriler bulma yerine mevcut müşterileri paylaşma yoluna gitmişlerdir. Mevcutların paylaşımında, müşterilere hizmet anlamında

<sup>106</sup> <http://www.activefinans.com/activeline/sayi7/oranlar.html> ,01/01/2003

bilimsel araştırmalara dayanan alternatifler sunma yerine, müşterilere daha düşük komisyon uygulaması ile hizmet etme yoluna gitmişlerdir ve işlem maliyetlerinin düşürülmesinde mevzuata da aykırı davranmak zorunda kalmışlardır.

Komisyon oranlarıyla ilgili son gelişme ise SPK'nın hisse senedi işlemlerinde binde 2 komisyon uygulamasının devam etmesi kararıdır.<sup>107</sup>

---

<sup>107</sup> <http://www.ntvmsnbc.com/news/198474.asp> ,23/01/2003

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE YABANCI YATIRIMCILARIN ROLÜNÜN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ANKET UYGULAMASI

#### 1. GELİŞMEKTE OLAN PİYASA İMKB'DE ARACI KURUMLARLA YAPILAN ANKET SONUÇLARI

##### 1.1.Araştırmanın Amacı

Araştırmamızın birinci ve ikinci bölümde gelişmekte olan piyasadaki İMKB' de yabancı yatırımcıların profili, yatırım vadeleri, tercih ettikleri yatırım araçlarını ortaya konulmaya çalışılmıştır.Araştırmamızın 3.bölümünde ise gelişmekte olan piyasa İMKB' deki yabancı yatırımcıların rolü aracı kurumlar aracılığıyla test edilmeye çalışılmıştır.Sermaye piyasamızda yabancı yatırımcılar ile köprü görevi aracı kurumlardadır .Yabancı yatırımcıları en iyi tanıyan aracı kurumlarla bir anket çalışması yapılmış ve yabancı yatırımcıların, yatırım davranışları, Türk sermaye piyasasında karşılaştığı problemler ve riskler, yabancı yatırımcıların karar alma faktörleri, aracı kurumlar gözüyle test edilmiştir.

Araştırmanın ana amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz.

- Gelişmekte olan piyasa İMKB' deki yabancı yatırımcıların saptanması,yabancı yatırımcı profilinin çıkarılması,
- Yabancı yatırımcıların yatırım davranışları ve tercih ettikleri yatırım araçlarının saptanması ,
- Yabancı yatırımcıların karar alma faktörlerinin belirlenmesi,
- Yabancı yatırımcıların ülkemizde yaşanan krizlere etkisinin irdelenmesi,
- Yabancı yatırımcılar ve aracı kurumlar arasındaki ilişkinin saptanması,ve yabancı yatırımcıların aracı kurum seçim kriterleri,
- İMKB' deki yabancı yatırımcının yeterli olup olmadığı ve değilse yabancı yatırımcının gelmesi için yapılması gerekenler.

##### 1.2.Aracı Kurumlarla Yapılan Anket Sonuçlarının Değerlendirmesi

Aracı kurumlara göre İMKB' de yabancı yatırımcıların rolünün belirlenmesine yönelik anket uygulamasının sonuçları tablolar halinde açıklanmaya çalışılmıştır.

**Tablo 20: Aracı Kurumlara Göre İMKB' deki Yabancı Yatırımcı Sayısı**

	n	%
Yeterli	3	10
Yetersiz	27	90

Aracı kurumlara göre İMKB' deki yabancı yatırımcı sayısı %90 ile yeterli değildir. Yatırımcı sayısını yeterli bulanların oranı ise %10 dur. Gelişmekte olan piyasa İMKB' de yabancı yatırımcılar siyasi ve ekonomik belirsizliğin arttığı dönemlerde yabancı yatırımcıların hem hesap sayılarının hem de işlem hacmindeki payının azalmaktadır. Yabancı yatırımcılar çok fazla belirsizliğin bulunduğu ve güvensiz piyasalarda yatırım yapmamaktadırlar.

**Tablo 21: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların İMKB' de Karşılaştığı Problemler**

	n	%
Güvensizlik	8	26,6
Volatilité	2	6,7
Derinlik	12	40
İşlem Hacmi Düşüklüğü	3	10
Kamuoyu Bilgilendirmede Eksiklik	2	6,7
Denetimsizlik	3	10

Yabancı yatırımcıların İMKB' de karşılaştığı problemlerin başında 12 oyla ve %40'la derinlik gelmektedir. Derinlik yatırımcı sayısının yeterli olmamasıdır. Piyasada her fiyat ve koşulda alıcı ve satıcı varlığı derinlik göstergesidir. Son yıllarda İMKB' de yatırımcı sayısı azalış göstermektedir. Yabancı yatırımcılar için piyasada karşılaştıkları diğer bir sorun %22.6 güvensizliktir. Piyasalarda güven ortamı çok önemlidir. Güven ortamının oluşmadığı piyasalarda yatırımcılar yatırım yapmamayı tercih etmektedirler. Güven ortamını %10'la denetim izlemektedir. Denetim piyasaların işlevliği için çok önemli bir faktördür. Piyasalar bütün kurumlarıyla birlikte denetlenmelidir çünkü piyasalarda bir çok aktör bulunmaktadır ve piyasalar

manipülasyon ve spekülasyonlara açıktır. İşlem hacmi yüksek olan piyasaların likitidesi ve derinliği de yüksektir. İşlem hacmi düşüklüğü %10 ile yabancı yatırımcının için olumsuz faktördür. Yabancı yatırımcının yatırım kararı almasını etkileyen faktörlerden %6,7 ile kamuoyunu bilgilendirme açıklıktır. Yabancı yatırımcılar piyasa ve şirketlerle ilgili her türlü bilgiye en az maliyetle ulaşmak isterler. Halka açıklık oranının düşük olması, yatırımcıyla şirket yönetimini birbirinden uzaklaştırmaktadır. Kamuoyunu bilgilendirme ve açıklıkla eksikle aynı yüzdeki paylaşan volatilité, piyasalardaki ani fiyat hareketliliğidir. Diğer birçok gelişmekte olan ülke gibi İMKB 'de piyasa dışı faktörlerden etkilenmekte ve ani fiyat hareketleri göstermektedir.

**Tablo 22: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcının Piyasaya Gelmesi İçin Yapılması Gerekenler**

	n	%
Makro Ekonomik İstikrar	9	30
Yatırım Araçları Çeşitlenmeli	3	10
Etkin Denetim	3	10
Vadeli İşlemler Piy. Açılmalı	2	6,66667
Derecelendirme Kuruluşları Açılmalı	5	16,66667
Siyasi İstikrar	8	26,66667

Yabancı yatırımcının gelmesi için yapılması gerekenler aracı kurumlara göre %30 ile makro ekonomik istikrarın sağlanması gelmektedir. Makro ekonomik istikrarı %26,7 ile siyasi istikrar takip etmektedir. Ülkemizde yıllardır süre gelen ekonomik ve siyasi istikrarsızlık yabancı yatırımcının hatta yerli yatırımcının birikimlerinin sermaye piyasalarına gelmesini engellemektedir. Aracı kurumlara göre yabancı yatırımcının piyasaya gelmesi için ekonomik ve siyasi istikrarın arkasından %16,7 ile derecelendirme kuruluşlarının gerekliliğidir. Derecelendirme kuruluşları özellikle özel sektör borçlanma senetlerinin derecelendirilmesi ve piyasada varlığı için önemli bir faktördür. Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde yatırımcıların karar alma süreçlerini doğrudan etkileyen araçlardan biri de risk dereceleme faaliyetleridir. Yatırımcıların ciddi ölçüde koruyan bir ülkenin sermaye piyasasına, uluslararası nitelikteki yatırımcıların çekilmesi ihtimali daha yüksektir. Sermaye piyasasındaki bir çok yatırımcı, bu piyasaya girerken çeşitli ülkelerin şirketleri ile ilgili genel ve özel bir



takım bilgilere sahip olamamaktadır. Dereceleme kuruluşları yatırımcıların bu tür bilgi ihtiyaçlarını karşılamak ve onlara karar vermelerinde yardımcı olmak maksadıyla, sistemleştirilmiş ve her birinin belirli anlamları olan notlarla yatırımcıların aydınlatılmasına çalışmaktadırlar. Derecelendirme kuruluşlarını %10 ile yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi ve %10 ile etkin denetim izlemektedir. Sermaye piyasamızda yatırım araçları kamunun yıllardır borçlanma gereksiniminden dolayı kamu kağıtları ağırlıklı olmuştur. Sermaye piyasaları gerek fon arz eden yatırımcıların gerekse fon talep edenlerin ihtiyaçlarına cevap verebilecek çeşitli yatırım alternatiflerinin piyasada kullanıyor olması, yatırımcıları teşvik edici ve özendirici etkenler arasındadır. Yatırım araçlarının çeşitlenmesine paralel olarak vadeli işlemler piyasasının işlerlik kazanması da önemli bir faktördür. Yatırım araçları ve etkin denetimi %6,7 ile vadeli işlem piyasasının açılması izlemektedir. Vadeli işlem piyasaların 1994'den günümüze çalışmaları sürmüştür ama yeterli işlevselliğe kavuşmamıştır. Halen İMKB döviz vadeli işlemler piyasası faaliyetlerini sürdürmektedir. Çok çeşitli türev ürünlere sahip gelişen ülkeler, türev ürünlere sahip olmayan gelişmekte olmayan ülkelere göre daha fazla yabancı yatırımcı çekebilmektedirler. Çalışmamızda da belirtimiz gibi, türev ürünlere sahip gelişen piyasalar ( TUSGP ) yatırımcılara genellikle daha fazla finansal ürün sunarak, yerli ve yabancı tasarrufların bu piyasalara girişini artırmaktadır. Türev ürünlerin varlığı ile yatırımcılar menkul kıymetleri daha sık aralıklarla değiştirebilmekte, bu işlemlerde piyasada etkinlik, likidite ve derinlik sağlayabilmektedir. Bunun bir sonucu olarak, türev ürünlere sahip gelişen hisse senedi piyasalarının performansları genellikle türev ürünlere sahip olmayan gelişen sermaye piyasalarına göre daha iyidir.

**Tablo 23: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Aracı Kurumlarda Aradıkları Özellikler**

	n	%
Mali Sağlamlık	10	33,33333
Kaliteli Hizmet	5	16,66667
Güven, Etik Kurallar	9	30
Personel Kalitesi	2	6,66667
Düşük Komisyon	4	13,33333

Yabancı yatırımcılar ülkemizde çalıştıkları aracı kurumlarda % 33.3 ile mali sağlamlık aramaktadırlar. Belli bir sermaye yapısına ulaşmış güvenilir aracı kurumlarla çalışmayı tercih etmektedirler. Yabancı yatırımcılar için çalıştıkları aracı kurum için güven ve etik kurallar %30 ile ikinci sıradadır. Sermaye piyasalarının temeli güvene dayanmaktadır. Güven unsuru piyasanın diğer kurumları içinde geçerlidir. Aracı kurumlara göre yabancı yatırımcılar çalıştıkları aracı kurumda %16,7 ile kaliteli hizmet beklemektedirler. Özellikle son yıllarda finans dünyasında yaşanan gelişmeler uluslararası yatırımlarda hız faktörünü ön plana çıkarmaktadır. Yabancı yatırımcılar gelişmiş borsalarda istedikleri bilgiye ve yatırım aracına düşük maliyetlerle ulaşabilmektedirler. Çalıştıkları piyasalarda ve piyasanın ayrılmaz parçası olan aracı kurumlarda da kaliteli hizmet istemektedirler. Yabancı yatırımcıların kaliteli hizmetten sonra aracı kurumlarda aradıkları diğer faktör %13,3 ile komisyon oranlarının düşüklüğüdür. Komisyon oranları aracı kurumların kazanç kaynağıdır ve birçok ülkede bu oranlar değişmektedirler. Yabancı yatırımcılarda çalıştıkları aracı kurumlarda düşük komisyon oranları aramaktadırlar. Yabancı yatırımcıların aracı kurumlarda aradıkları diğer bir faktör ise %6,7 ile personel kalitesidir. Daha öncede belirttiğimiz gibi sermaye piyasaları globalleşen dünyada her geçen gün teknolojik gelişmeler ve sermayenin daha kolay hareket etmesiyle birlikte gelişmektedir. Bu nedenden dolayı aracı kurum personelinin de bu gelişmelere ayak uydurması gerekmektedir. Sermaye piyasaları eğitimle gelişecektir. Sermeye piyasamızda da bu konuya gereken önem verilmektedir İMKB ve SPK ve diğer kuruluşlar seminerler ve eğitimlerle bu işlevini yerine getirmektedir.

**Tablo 24:Aracı Kurumlara Göre Aracı Kurumların Yabancı Yatırımcı Çekmesi İçin Yapması Gerekenler**

	n	%
İnternet Erişimi	4	13,3333
Personel Kalitesi	5	16,6667
Sermaye Güçlendirilmesi	10	33,3333
Ar-Ge Çalışmaları	6	20
Raporlar ve Bülten Sayıları	5	16,6667

Aracı kurumların uluslararası seviyeye ulaşması için hem yabancı hem de yerel yatırımcıyla güvenle çalışabilmesi için %33,3 ile sermayesini güçlendirmelidir. Aracı kurumların % 20 ile Ar-Ge çalışmalarını artırmaları gerekmektedir. Ar-Ge çalışmaları çağımızda her sektör için önemlidir. Aracı kurumlarda araştırma bölümleri kurmaları ve yatırımcılarına piyasa ile bilgileri en doğru ve en hızlı olarak ulaştırmalıdır. Bilgilerin doğru ve hızlı şekilde ulaştırmak için kaliteli personele ihtiyaç vardır. Ar-Ge çalışmalarını %16,7 ile personel kalitesi ve raporlar ve bülten sayılarını artırılması gerekmektedir. Aracı kurumlarının raporlarını ve bültenlerini hızlı müşterilerine ulaştırması için internette yayın yapıyor olmalıdır. Aracı kurumlara göre yabancı yatırımcı ile çalışmak için %13,3 ile internet hizmeti önemlidir.

**Tablo 25:Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinde Yabancı Yatırımcı Payı**

	n	%
%10-20	12	40
%20-30	8	26,67
%30-40	6	20
%40-50	4	13,33

Anket çalışmasına katılan aracı kurumların işlem hacmindeki yabancı paylarına baktığımızda işlem hacminde %10-20 arasında yabancı yatırımcısı bulunan aracı kurum 12 aracı kurumla %40 oranındadır. İşlem hacminde %20-30 oranında yabancı yatırımcısı olan aracı kurum sayısı 8 ve %26,67 oranındadır. İşlem hacminde %30-40 oranında yabancı yatırımcısı olan aracı kurum sayısı 6 ile %20 oranındadır. İşlem hacminde %40-50 oranında yabancı yatırımcı sayısı olan aracı kurum ise 4 ile %13,33

oranındadır.Tablodan görüldüğü üzere yabancı yatırımcı işlem hacmi aracı kurumlarda %10-20 arasında daha fazladır.

**Tablo 26 :Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların İMKB' deki Yatırım Davranışı**

	n	%
Kısa	3	10
Orta	7	23,33
Uzun	20	66,67

Yabancı yatırımcıların İMKB' deki yatırım davranışına baktığımız zaman aracı kurumlara göre %10 ile kısa vadeli,%23,33 ile orta vadeli ve %66,67 ile uzun vadeli dir.Uluslar arası yatırımcılar başka piyasalara risklerini azaltarak yüksek getiri elde etmek için gelmektedirler.Çoğu zaman yatırımları uzun vadeli dir ama yatırım yaptıkları ülkelerde ekonomik ve siyasi belirsizlik baş gösterdiği zaman yatırımları kısa vadeye dönüşmektedir.Uluslararası yatırımlarda ülkenin ekonomik ve siyasi belirsizliğinin yanı sıra global olaylarda yatırımlarının vade yapısını etkilemektedir.Çalışmamızın ikinci bölümünde belirttiğimiz gibi yabancı yatırımcıların portföy devir hızı 2,92 oranında ,gün bazında 250 gündür.Sermayenin hareketi gelişmekte olan piyasalar için önemli bir faktördür.Kısa vadeli sermaye hareketleri alt yapısını tamamlamamış ülkelerde olumsuz etkilere neden olabilmektedir.

**Tablo 27:Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Kriz Dönemindeki Yatırım Davranışı**

	n	%
Kısa Vadeli 1	20	66,67
Orta Vadeli 2	7	23,33
Uzun Vadeli 3	3	10

Yabancı yatırımcıların yatırım davranışı kriz dönemlerinde farklılıklar göstermektedir.Kriz dönemleri dışındaki zamanlarda uzun vadeli yatırım davranışı gösteren yabancı yatırımcıların, kriz dönemlerinde portföylerini boşalttıkları ve kısa

vadeli yatırımlara yönlendikleri görülmektedir.Kriz dönemlerinde yabancı yatırımcılar %66,67 ile kısa vadeli yatırım davranışı göstermektedirler.Orta vadede yatırım davranışı gösterdiğini düşünenlerin oranı ise %23,33 dür.Uzun vadeli yatırım davranışı gösterildiğini düşünenlerin oranı ise %10 dur.

**Tablo 28: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Tercih Ettiği Piyasalar**

	n	%
Şeffaf Güvenli	17	28,33
Getirisi Yüksek	14	23,33
Piyasa Derinliği Olan	20	33,33
Hukuksal Alt Yapısı Olan	3	5
Uluslararasılaşma Düzeyi Yüksek	6	10

Yabancı yatırımcıların tercih ettiği piyasalara baktığımızda %33,33 ile piyasa derinliği olan piyasaları tercih ettiğini görmekteyiz.Yabancı yatırımcıların tercih ettiği piyasalar %28,33 ile şeffaf ve güvenli piyasalardır.Şeffaflık kamuoyunu aydınlatma ilkesiyle de orantılıdır.Yabancı yatırımcılar haklarının korunduğu piyasalarda yatırım yaparlar.Çalışmamızda da belirttiğimiz gibi piyasamızda halka açık şirket oranı çok azdır ve bu şirketlerin büyük bir kısmı yatırımcıları ortak olarak görmemekte ve yasal zorunluluklar dışında yatırımcı ilişkilerine gereken önemi vermemektedirler.Sermaye piyasası aracı kurumlar, yatırım şirketleri, denetim şirketleri, ve diğer kurumlarıyla bir bütündür ve bu kuruluşların her biri güven vermelidir.Yabancı yatırımcılar şeffaf ve güvenli kuruluşlardan sonra %23,33 ile getirisi yüksek piyasaları tercih etmektedirler.Yüksek getiri beraberinde yüksek riski de getirir.Yüksek getiriden sonra yabancı yatırımcıların tercih ettiği piyasalar hukuksal alt yapının tamamlanmış olduğu piyasalardır.Alt yapının tamamlanmadığı piyasalar aynı zamanda riskli piyasalardır.Sermaye piyasamızda son zamanlarda yansıyan davalar çok uzun sürmekte ve bu durum piyasaya olan güveni sarsmaktadır.Bu davalarla ilgili ihtisas mahkemeleri kurulmalıdır.Bu mahkemeler sayesinde piyasada hukuk düzenini tam ve eksiksiz işlemelidir.Yabancı yatırımcıların tercih ettiği piyasalar %10 ile uluslararasılaşma düzeyi yüksek borsalardır.Son on yıl içinde artan finansal serbestleşme hareketleriyle birlikte büyük finans merkezleri doğmuştur süper piyasalar adı verilen bu piyasalar

(Tokyo , New York vb.) dünyadan bütün yatırımcıların yatırım yaptıkları büyük işlem hacimli piyasalardır.

**Tablo 29: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcının Piyasamızda Tercih Ettiği Yatırım Araçları**

	n	%
Hisse Senedi	6	20
Devlet Tahvili	13	43,33333
Hazine Bonosu	8	26,66667
Repo	3	10

Yabancı yatırımcıların Türk sermaye piyasasında tercih ettiği yatırım araçlara baktığımızda daha öncede belirttiğimiz gibi özel sektör tahvil ve bonolarının piyasada bulunmayışından dolayı kamu kağıtları portföylerinde daha büyük yer tutmaktadır.Yabancı yatırımcıların tercih ettiği yatırım araçlarına baktığımızda %43,3 ile devlet tahvili gelmektedir.Devlet tahvilini %26,7 ile hazine bonusu izlemektedir.Hisse senedi tercih ettikleri yatırım araçları içinde %20 ile üçüncü sıradadır.Sermaye piyasalarının asıl işlevi olan birincil piyasalarda menkul kıymet ihraçlarının gerçekleştirilmesi ve reel ekonomiye kaynak sağlamaktır.2000 yılında artan halka arzlar 2002 yılında azalmış ve yeni halka arzlar gerçekleşmemiştir.Yabancı yatırımcıların %10 ise repoyu tercih etmektedirler.

**Tablo 30:Aracı Kurumların Müşterileri İçinde Yabancı Yatırımcının Türü**

	n	%
Bireysel Yatırımcılar	3	10
Emeklilik Fonları	5	16,67
Sigorta Şirketleri	1	3,3
Yatırım Fonları	21	70

Aracı kurumları müşterileri içinde yabancı yatırımcı türüne baktığımızda bireysel yatırımcıların %10 olduğunu görüyoruz.Piyasamızda yatırım yapan yabancı yatırımcının %16,67 si emeklilik fonlarıdır. Sigorta şirketlerinin payının %3,3'lerde kaldığını görmekteyiz.Aracı kurumların yabancı yatırımcı müşterilerininin %70 gibi büyük bir kısmı yatırım fonlarıdır.Rakamlar bize ülkemize gelen yabancı yatırımcı

türünün kurumsal yatırımcı olduğunu göstermektedir.Ülkemizde kurumsal yatırımcı eksikliği vardır ve yabancı yatırımcılar ülkemizdeki kurumsal yatırımcı eksikliği kapatmaktadır.Kurumsal yatırımcının varlığı piyasada büyük portföylerin varlığı demektir.Çünkü kurumsal yatırımcılar asıl işlevi olan tasarrufları uzman kadroları sayesinde sermaye piyasasına aktarırlar.

**Tablo 31:Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Piyasamızda Tercih Ettiği Sektörler**

	n	%
Tekstil(Dokuma,Giyim,Deri)	1	3,33
Metal Ana Sanayi	2	6,67
Holdingle ve Yatırım Şirketleri	10	33,33
Bankalar ve Özel Finans Kurumları	14	46,67
Kimya ,Petrol,Kauçuk,ve Plastik Ürünleri	3	10

Yabancı yatırımcılar uluslararası yatırımlarda her zaman için karlı sektörlere yönelirler.İMKB' de yabancı yatırımcıların tercih ettikleri sektörlere baktığımızda %46,67 ile bankalar ve özel finans kurumlarını tercih ettiklerini görmekteyiz.Yabancı yatırımcıların İMKB' de tercih ettikleri ikinci sektör ise %33,33 ile holdingler ve yatırım şirketleridir.Türk finans siteminde yıllardır süregelen banka kökenli kurumların ağırlıkları etkisini devam ettirmektedir.Yabancı yatırımcıların ağırlıklı olarak işlem yaptığı şirketlere bakarsak banka ve holding ağırlıklı olduğunu görürüz.Banka ve özel finans kurumlarını %10 ile kimya sektörü izlemektedir.Kimya sektörünü ise %6,67 ile metal ana sanayi sektörü ve %3,33 ile tekstil sektörü izlemektedir.Yabancı yatırımcıların piyasamızdaki yatırım yaptığı sektörlere baktığımızda karlı sektörlerle ilgilendiğini söyleyebiliriz.

**Tablo 32:Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Yatırım Kararı Almasını Etkileyen Risk Faktörleri**

	n	%
Ülke Riski	17	56,67
Global Risk	10	33,33
Mikro Ekonomik Risk	3	10

Risk ve getiri bir yatırım için en önemli kavramlardır.Uluslar arası yatırımlarda risklerden korunmak için çeşitlendirmeye gidilmektedir.Özellikle ülke dışına yatırımlarda yatırımcı risk-getiri hesaplamalarını yaparak yatırım kararı almaktadır.Riski yüksek olan piyasalarda yatırımcılar yüksek getiri için yatırım yapmaktadırlar.Uluslararası yatırımlarda, yatırım kararı alırken en önemli risk faktörü %56,67 ile ülke riskidir.Çalışmamızın uluslararası risk bölümünde değindiğimiz gibi,ülke risklerinde politik ve ekonomik risk ön plana çıkmaktadır.Ülke riski hesaplamaları , mali risk, döviz kuru riski gibi ekonomik riskleri de içermektedir.Ülke riskini %33,33 ile global risk izlemektedir. En iyi çeşitlendirilmiş uluslararası portföy global risklerle karşı karşıyadır.Dünya piyasası için düşünüldüğünde dünya konjektürel riski sistematik risk olmaktadır.Global riski %10' ile mikro-ekonomik risk izlemektedir. Uluslararası yatırımlarda yatırımcıların en son aşama olarak inceleyecekleri risk , yatırım yapılacak sektör ve firmanın seçilmesidir.Mikro ekonomik riskte uluslararası yatırımlarda sistematik olmayan risk olmaktadır.

**Tablo 33:Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Kasım ve Şubat Krizine Etkileri**

	n	%
İstikrarsızlığı artırmışlardır	3	10
Krizi derinleştirmişler	17	56,67
İstikrarsızlığa etkileri olmamıştır	10	33,33

Aracı kurumlara göre ülkemizde yaşanan 2000 Kasım ve 2001 Şubat ekonomik krizlerinde yabancı yatırımcılar%10 ile istikrarsızlığı artırmışlardır.Aracı kurumların %56,67 si yabancı yatırımcıların krizi derinleştirdiğini düşünüyorlar.Yaşadığımız krizlerde yabancı yatırımcılar portföylerini boşaltmışlar ve ülkemizden yüklü miktarda



para çıkışı olmuştur. Yabancı yatırımcıların kriz dönemlerinde artan belirsizlikle birlikte portföylerini boşaltmaları ülkemizdeki krizlere olumsuz olarak yansımıştır. İstikrarsızlığa etkileri olmadığını söyleyenlerin oranı %33,33 tür. Yabancı yatırımcıların İMKB’de işlem hacmindeki paylarına baktığımızda 1999 yılında %60 yakındır. 1999 yılının Kasım ayında patlak veren krizle birlikte yabancı yatırımcı paylarının %60’lar dan hızlı şekilde düşüş trendine girdiğini görüyoruz..2000 yılında Şubat ayıyla birlikte derinleşen krizde İMKB ’de yabancı paylarının %37 ve 2001’in ilk çeyreğinde son yılların en düşük seviyelerine %30 seviyesine iniyor. Krizle birlikte artan belirsizlik yabancı yatırımcıların piyasadan çıkışını hızlandırmış, ülkeden çıkan sermayenin krizi derinleştirdiğini düşünen aracı kurum %56,67 oranındadır.

**Tablo 34: Aracı Kurumlara Göre Piyasamızda Yabancı Yatırımcıların Seyri**

	n	%
Sadece Ülke Ekonomisine Paralel	4	13,33
Sadece Ülke Siyasetine Paralel	11	36,67
Her İkisine de Bağlı	15	50

Aracı kurumlara göre ülkemizdeki yabancı yatırımcının seyri %13,33 ile sadece ülke ekonomisine paralel bir seyir izleyecektir. Ülkemizdeki yabancı yatırımcıların ülke siyasetiyle birlikte hareket edeceğini düşünenlerin oranı ise %36,67’dir. Yabancı yatırımcıların seyrinde ülkemizde ayrılmaz parça olan ekonomi ve siyasetin ayrılmazlığı görülmektedir. Aracı kurumlara göre ülkemizdeki yabancı yatırımcılar ülke ekonomisi ve siyasetiyle paralel seyredecektir. Her ikisine de bağlı diyenlerin oranı %50’dir. Ülkemizde son iki yıldır yaşanan ekonomik ve siyasi belirsizlik yabancı yatırımcıların portföylerini boşaltmalarına sebep olmuştur. Yabancı yatırımcılar ülkemizde siyasi ve ekonomik belirsizlik olduğu zaman sermaye piyasamızda al-sat yatırımcı olarak kısa vadeli yatırım yapacaktır. Yabancı yatırımcıların sermaye piyasamızda düzenli yatırımı için ülke siyasetimiz ve ekonomimizin belirsizlikten uzaklaşması gerekmektedir.

**Tablo 35:Aracı Kurumlara Göre Piyasamızda Küreselleşme ve Serbestleşme Hareketlerine Uyum**

	n	%
Evet	6	20
Hayır	24	80

Son on yıllarda yaşanan finansal serbestleşmeyle birlikte sermayenin serbest dolaşımı uluslararası sermaye piyasalarının oluşmasına neden olmuştur. Her alanda yaşanan teknolojik gelişmeler piyasadaki her kuruma yansımıştır. İMKB' de kurulduğu 1985 yılından itibaren geçirdiği evrelerle hukuksal alt yapı ve teknolojik gelişmelere ayak uydurmuştur. Türk sermaye piyasaları gelişmekte olan bir piyasa olmasına rağmen son yıllarda büyük ilerlemeler gerçekleştirmiş ve dünya piyasalarıyla rekabet edebilir hale gelmiştir. Ama aracı kurumların %20'si Türk sermaye piyasalarının küreselleşme ve serbestleşme hareketlerine uyum sağladığını düşünmektedir. Piyasamızın küreselleşme ve serbestleşme hareketlerine uyum sağlayamadığını düşünenlerin oranı ise %80'dir

**Tablo 36: Aracı Kurumlara Göre Portföy Yatırımlarının Önünü Bürokratik Engeller Kesmesi**

	n	%
Evet	22	73,33
Hayır	8	26,67

Portföy yatırımlarının önünü bürokratik engellerin kestiğini düşünenlerin oranı %73,33 dür. Ülkemizde doğrudan yatırımların önünü bürokratik işlemlerin kestiği bilinen bir gerçektir. Ülkemiz doğrudan yatırımlarda teşvik edici düzenlemelerden uzaktır ve izin işlemleri çok uzun sürmektedir. Ülkemiz doğrudan yatırımlar açısından sermaye fakiri bir ülkedir. Portföy yatırımlarında ise bürokratik engeller yoktur. Ama aracı kurumların sadece %26,67 si portföy yatırımlarının önünü bürokratik engellerin kesmediğine inanmaktadır.

**Tablo 37 : Aracı Kurumlara Göre Yabancı Yatırımcıların Yatırım Kararı Almasını Etkileyen Faktörler**

	n	%
Uygulanan Ekonomik Programlar	20	66,67
Derecelendirme Kuruluşlarının Raporları	5	16,67
Gelişmekte Olan Diğer Piyasalara Göre Durum	2	6,67
Siyasal ve Ekonomik Yapı	3	10

Yabancı yatırımcıların yatırım kararı almasını etkileyen faktörlere baktığımızda aracı kurumlara göre , yabancı yatırımcılar ülkemizde uygulanan ekonomik programları takip etmektedir. Ülkemiz yaşanan ekonomik sorunlar ve IMF'le yapılan 17.Stand- By anlaşmaları ve yapılan ekonomik reformlar yabancı yatırımcılar tarafından izlenmektedir. Ülkemizde yaşanacak borç ödeme sorunu ya da uluslararası kuruluşlarla yapılan anlaşmalarla ilgili sorunlar yabancı yatırımcıları etkilemektedir. Yatırım kararı almalarını etkileyen bir başka faktör ise %16,67 ile derecelendirme kuruluşlarının raporlarıdır. Gelişen sermaye piyasaları ile gerekliliği ortaya çıkan derecelendirme kuruluşları sermaye piyasalarında güvenli yatırım ortamının anahtarıdır. Piyasalarda yatırım yapmak isteyen yatırımcılara her türlü bilgiyi en ucuz maliyetle sunmaktadır. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının raporları da bir ülkenin yatırım yapılabilirliği için anahtar olmaktadır. Uluslararası yatırımlarda artan risk çeşitleriyle birlikte o ülkenin itibarı da rating'le yani borçlarını ödeye bilme gücüyle kullanılmaya başlanmıştır. Yabancı yatırımcılar için ülkemizin rating'i yatırım yapılabilirlik için önemlidir. Yabancı yatırımcıların yatırım kararı almasını etkileyen diğer bir faktörde piyasamızın diğer piyasalara göre durumudur. Yabancı yatırımcıların yatırım amacı yüksek getiri olduğu için yatırım karar alırken kar potansiyeli yüksek borsaları seçmektedirler. Teknolojik yeniliklerle birlikte elde ettikleri verilere göre portföylerini daha karlı olabileceğini düşündükleri piyasaya kaydırmaktadırlar.

**Tablo 38: Aracı Kurumlara Göre Yabancı Sermaye Portföy Yatırımlarının Kalıcılığı İçin Yapılması Gerekenler**

	n	%
Uzun Süreli Ülkeye Çekmek Amaç Olmalı	10	16,67
Hukuki Yapı Uluslararası Standartlara Kavuşmalı	13	21,67
Mali Reformlar Tamamlanmalı	14	23,33
Makro-Ekonomik İstikrar Sağlanmalı	23	38,33

Aracı kurumlar ülkemizdeki yabancı yatırımcıları yeterli bulmamaktadır. Aracı kurumlara göre yabancı portföy yatırımlarını özendirilmesi için yapılması gereken %38,33 ile Makro-ekonomik istikrarın sağlanmasıdır. Ülkemizde yıllardır süregelen enflasyonist ortam, borçlanma ve siyasi belirsizlikler istikrarsızlığı getirmiştir. İstikrarsızlığın olduğu bir ülkede yatırımlarda istikrarsızlık göstermektedir. Ülkemizde piyasamıza güvenin oluşması için öncelikle makro-ekonomik istikrar sağlanmalıdır. Aracı kurumlara göre yabancı yatırımlarını özendirmek için %23,33 ile mali reformlar tamamlanmalıdır. Son dönemde yapılan sermaye piyasasında kanunundaki değişiklikler ve piyasada güveni sağlayacak reformlar devam etmelidir. Ülkemizde son dönemde gerçekleştirilen reformlardan birine örnek olarak, kurumsal yatırımcı tabanının oluşmasına katkı sağlayacak bireysel emeklilik sisteminin hayata geçirilme çalışmalarıdır. Aracı kurumlara göre yabancı sermaye portföy yatırımlarının özendirilmesi için sermaye piyasamızın hukuki alt yapısının uluslararası standartlara kavuşturulması gerekir. Hukuki alt yapının uluslararası standartlarda olmasını gerektiğini söyleyenlerin oranı ise %21,67 dir. Yatırımcının korunması için ,aracı kurum mağdurlarına özel fon oluşturulması önemli bir adımdır. Sermaye piyasası davalarına bakacak özel ihtisas mahkemeleri kurulmalıdır. Aracı kurumlara göre yabancı sermayeyi özendirmek için %16,67 ile uzun süreli ülkeye çekmek amaç edinilmelidir. Yabancı yatırımcıların uzun süre piyasada kalmaları piyasada güven ortamının oluşmasına katkıda bulunacaktır.

### **1.3. Aracı Kurumlarla Yapılan Anketin Hipotezlerinin Değerlendirilmesi**

Yapılan pearson ki-kare testi sonucunda test edilen temel hipotez ve yan hipotezlerin sonuçları aşağıdaki gibidir: Hesaplanan ki kare testinde karşılaştırılan p

olasılık değeriyle karşılaştırılan anlam düzeyimiz 0,05 dir.(  $H_0 < 0,05$  kabul;  $H_1 > 0,05$  Red).Araştırmamızda , anket çalışması 30 tane aracı kuruma uygulanmıştır.

**Tablo 39:Yabancı Yatırımcıların İMKB 'deki Yatırım Davranışı; Tercih Ettikleri Yatırım Araçları İlişkisinin İncelenmesi**

Hipotezler	P Değerleri			
İfadeler	Hisse Senedi	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Repo
Kısa Vadeli Yatırım Davranışı	0,036	0,085	0,421	0,475
Orta Vadeli Yatırım Davranışı	0,093	0,500	0,005	0,309
Uzun Vadeli Yatırım Davranışı	0,441	0,0020	0,003	0,421

Yukarıda tabloya göre;Yabancı yatırımcıların İMKB'deki yatırım davranışı;tercih ettikleri yatırım araçlarını etkiler, sonucuna ulaşılmaktadır.Yabancı yatırımcıların İMKB'deki kısa vadeli yatırım davranışı gösterdiklerinde; tercih ettikleri yatırım aracı hisse senedidir.Yabancı yatırımcıların İMKB' deki orta vadeli yatırım davranışı gösterdiklerinde; tercih ettikleri yatırım aracı hazine bonosudur.Yabancı yatırımcıların İMKB' deki uzun vadeli yatırım davranışı gösterdiklerinde; tercih ettikleri yatırım aracı devlet tahvilidir.Yabancı yatırımcıların İMKB' deki uzun vadeli yatırım davranışı gösterdiklerinde; tercih ettikleri yatırım aracı hazine bonosudur.

**Tablo 40: Yabancı Yatırımcıların Yatırım Davranışını ;Tercih Ettikleri Piyasalar İlişkisinin İncelenmesi**

Hipotezler	P Değerleri			
İfadeler	Şeffaf Güvenli Piyasa	Getirisi Yüksek Piyasa	Derin Piyasa	Hukuksal Alt Yapısı Olan Piyasa
Kısa Vadeli Yatırım Davranışı	0,215	0,031	0,426	0,607
Orta Vadeli Yatırım Davranışı	0,215	0,352	0,765	0,421
Uzun Vadeli Yatırım Davranışı	0,093	0,113	0,466	0,256

Yukarıdaki tabloya göre; Yabancı yatırımcıların yatırım davranışı tercih ettikleri piyasaları etkiler,sonucuna ulaşılmaktadır. Tablomuzdaki değerlere göre; Yabancı

yatırımcıların İMBK'deki kısa vadeli yatırım davranışı gösterdiklerinde; tercih ettikleri piyasa getirisi yüksek piyasalardır; sonucuna ulaşılmaktadır.

**Tablo 41:Yabancı Yatırımcının Yatırım Kararı Almasını Etkileyen Risk Faktörleri;Yabancı Yatırımcının İşlem Hacmi Payını İlişkisinin İncelenmesi**

Hipotezler	P Değerleri			
	%10-20	%20-30	%30-40	%40-50
Global Risk	0,143	0,665	0,321	0,019
Mikro Ekonomik Risk	0,848	0,292	0,496	0,071
Ülke Riski	0,179	0,256	0,010	0,673

Yukarıdaki tabloya göre; Yabancı yatırımcının yatırım kararı almasını etkileyen risk faktörleri yabancı yatırımcının işlem hacmi payını etkiler ,sonucuna ulaşılmaktadır. Tablomuzdaki değerlere göre; Yabancı yatırımcıların ülkemizde yatırım kararı almasını etkileyen risk faktörü global risk; yabancı yatırımcıların aracı kurumlarda işlem hacmi payının %40-50 aralığında olmasını etkilemektedir. Yabancı yatırımcıların ülkemizde yatırım kararı almasını etkileyen risk faktörü ülke riski; yabancı yatırımcıların aracı kurumlarda işlem hacmi payının %30-40 aralığında olmasını etkilemektedir.

**Tablo 42: Yabancı Yatırımcıların Krizlerde Tercih Ettikleri Yatırım Davranışı; Tercih Ettikleri Yatırım Araçlarını İlişkisinin İncelenmesi**

Hipotezler	P Değerleri			
	Hisse Senedi	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Repo
Kısa Vadeli Yatırım Davranışı	0,453	0,682	0,341	0,472
Orta Vadeli Yatırım Davranışı	0,773	0,663	0,276	0,854
Uzun Vadeli Yatırım Davranışı	0,644	0,369	0,149	0,881

Yukarıdaki tabloya göre; yabancı yatırımcıların krizlerde tercih ettikleri yatırım davranışı; tercih ettikleri yatırım araçlarını etkilemez; sonucuna ulaşılmaktadır.

**Tablo 43: Yabancı Yatırımcının Yatırım Kararı Almasında Ülkemizle İlgili Takip Ettiği Gelişmeler; Yatırım Davranışını İlişkisinin İncelenmesi**

Hipotezler	P Değerleri		
	Kısa	Orta	Uzun
İfadeler			
Uygulanan Ekonomik Programlar	0,277	0,765	0,399
Derecelendirme Kuruluşları Raporları	0,315	0,828	0,159
Diğer Gelişmekte Olan Piyasalar	0,490	0,962	0,535
Siyasal ve Ekonomik Yapı	0,543	0,031	0,197

Yukarıdaki tabloya göre; yabancı yatırımcının yatırım kararı almasında ülkemizle ilgili takip ettiği gelişmeler yatırım davranışını etkiler; sonucuna ulaşılmaktadır. Yabancı yatırımcılar yatırım kararı almasında ülkemizle ilgili takip ettiği gelişmelerden siyasal ve ekonomik durum; yabancı yatırımcıların ülkemizdeki yatırım davranışından orta vadeli yatırım davranışını etkiler.

**Tablo 44: Yabancı Yatırımcının Yatırım Kararı Almasını Etkileyen Risk Faktörleri ; Yatırım Araçları İlişkisinin İncelenmesi**

Hipotezler	P Değerleri			
	Hisse Senedi	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Repo
Global Risk	0,620	0,594	0,746	0,414
Mikro Ekonomik Risk	0,465	0,805	0,917	0,869
Ülke Riski	0,022	0,796	0,747	0,296

Yukarıdaki tabloya göre; yabancı yatırımcının yatırım kararı almasını etkileyen risk faktörleri, tercih ettikleri yatırım araçlarını etkiler; sonucuna ulaşılmaktadır. Yabancı yatırımcıların yatırım kararı almasını etkileyen risk faktörlerinden ülke riski; yabancı yatırımcıların tercih ettikleri yatırım araçlarından hisse senedini etkiler.

**Tablo 45: Yabancı Yatırımcının İMKB' de Karşılaştığı Problemler; Yatırım Davranışı İlişkisinin İncelenmesi**

Hipotezler	P Değerleri			
	Hisse Senedi	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Repo
Güvensizlik	0,639	0,905	0,826	0,129
Volatil Piyasa Olması	0,078	0,081	0,047	0,170
Derinlik	0,429	0,004	0,048	0,002
İşlem Hacmi Düşüklüğü	0,133	0,090	0,754	0,792
Kamuoyunu Bilgilendirme ve Açıklıkta Eksiklik	0,319	0,309	0,538	0,387
Halka Açıklık Oranı	0,076	0,260	0,240	0,064

Yukarıdaki tabloya göre; yabancı yatırımcının İMKB' de karşılaştığı problemler yatırım davranışını etkilemektedir; sonucuna ulaşılmaktadır. Yabancı yatırımcıların İMKB' de karşılaştığı problemlerden volatil bir piyasa olması; tercih ettikleri yatırım araçlarından hazine bonosunu etkiler. Yabancı yatırımcıların İMKB' de karşılaştığı problemlerden derin bir piyasa olmaması; tercih ettiği yatırım araçlarından devlet tahvilini etkiler. Yabancı yatırımcıların İMKB' de karşılaştığı problemlerden derin bir piyasa olmaması; tercih ettiği yatırım araçlarından hazine bonosunu etkiler. Yabancı yatırımcıların İMKB' de karşılaştığı problemlerden derin bir piyasa olmaması; tercih ettiği yatırım araçlarından repoyu etkiler.



## SONUÇ

Günümüzde sermaye sadece ülke içinde değil, aynı zamanda uluslararası bir döngüye sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımları, yüksek risk-getiri profilinde artış yönündeki trend ile gittikçe daha cazip bir hale gelmektedir. Bu nedenle, gelişmiş piyasalardaki yatırımcılar; fon fazlalıklarını değerlendirebilmek için dış piyasalara yönelmişler ve bu piyasalarda uygun olan yatırım araçlarını portföylerine dahil etmişlerdir. Uzmanlaşmış kadrolarıyla yatırım yapan fonlar, dünya genelinde önemli büyüklüklere ulaşmıştır.

İMKB diğer gelişmekte olan piyasalar gibi, yabancı yatırımcılara yüksek getiri ve çeşitlendirme imkanı sunmaktadır. 1999 yılında; sayısal veri olarak gelişmekte olan piyasalar içinde en yüksek performans gösteren Türk sermaye piyasası bu dönemde, yabancı yatırımcı işlem hacmi ve saklama bakiyesi olarak piyasamızdaki en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

Uluslararası piyasalarda yatırım yapan yatırımcılar yatırım yapacakları piyasada bazı kriterler aramaktadır. Halka açıklık oranının düşük olması, piyasa kote şirket oranının düşüklüğü, kurumsal yatırımcı tabanının oluşmaması nedeni ile İMKB de piyasa kapitalizasyonu küçük kalmaktadır. Piyasamızda kurumsal yatırımcı eksikliğinin bir bölümü, büyük fonlar şeklinde yatırım yapan yabancı kurumsal yatırımcılar tarafından, giderilmektedir. Bununla birlikte piyasamızda yatırım araç çeşitliğinin az olması; yoğunlaşmanın yüksek olmasına neden olmakta ve yatırım kararı alırken çeşitlendirmeye portföylerinin riskini azaltmak isteyen yabancı yatırımcı için olumsuz bir faktör olarak göze çarpmaktadır. Türk sermaye piyasasında devlet borçlanma gereksiniminin fazla olmasından dolayı, özel sektör yatırım araçları azalmıştır. Bu nedenle piyasamızda yatırım yapan yabancı yatırımcıların portföyleri de devlet tahvili ve hazine bonosu ağırlıklıdır. Yabancı yatırımcıların portföylerinde hisse senedi payının artırılması gerekmektedir.

Yabancı yatırımcıların yatırım kararı alırken dikkat ettiği kriterler; vadeli işlemler piyasasının etkinliği ve derecelendirme kuruluşlarının raporlarıdır. Vadeli işlem piyasaları, portföy risklerinin kontrol altına alınmasında yatırımcılar için fırsatlar sunmaktadır. Piyasamızda derecelendirme kuruluşlarının varlığı ise denetimi artırarak piyasaya olan güvenin artmasını sağlayacaktır.

Yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları piyasada, işlem maliyetlerinin düşük oranda olmasını istemektedirler. İşlem maliyetlerinin temelini ise; aracı kurumların yatırımcılarına uyguladıkları komisyon oranları oluşturmaktadır. Bu oranlar; yabancı yatırımcıların hem piyasaya giriş kararı almasında hem de aracı kurum seçiminde önemli rol oynamaktadır. Piyasamızda halen komisyon oranlarıyla ilgili uygulamada bir standart oluşturulamamış durumdadır. Aracı kurumlarda farklı komisyon uygulamaları piyasaya olan güveni sarsmaktadır.

Hukuksal ve teknik alt yapısını tamamlamış piyasalar güven veren piyasalardır ve bu nedenle yabancı fonlar bu piyasalara uzun vadeli yatırım amacıyla gelmektedirler.

2000'li yıllarda ülkemizde yaşanan krizler ve dünyadaki olumsuz global faktörler nedeniyle İMKB' deki yabancı yatırımcı payı azalmıştır. Belirsizlik durumunda yabancı yatırımcılar piyasamızda kısa süreli ve kar fırsatlarını değerlendirmek için yatırım yapmaktadırlar. Bu nedenle yabancı sermayeyi uzun süreli çekmek amaç olmalıdır.

Ülkemizde yabancı yatırımcılarla işlem yapan aracı kurumlarla yapılan anket çalışması sonucunda; yabancı yatırımcıların öncelikle yatırım yapacakları ülkede siyasi ve ekonomik istikrar aradıkları, piyasa özelliklerinde ise getiriye ön planda tuttukları belirlenmiştir. Yabancı yatırımcılar piyasamızda derinliği olmaması, volatil bir piyasa olması, işlem hacmi düşüklüğü ve denetim eksikliği nedeniyle piyasamızda kısa vadeli yatırım yapmaktadırlar sonucuna ulaşılmıştır. Aracı kurumlarla yapılan anketin sonuçlarına göre, piyasamızda yabancı yatırımcıların kalıcılığı için sayısal verilerin belli bir düzeyde olması yeterli olmamaktadır. Piyasamızın bütün kurumlarıyla etik değerlere önem verdiği sürece daha güvenilir ve yatırım yapılabilir bir piyasa olacaktır.

Türk sermaye piyasası, yerli ve yabancı yatırımcının haklarını korunduğu, hukuksal alt yapısını tamamladığı ve şeffaflığı sağladığı sürece yabancı sermayeden hak ettiği payı alacaktır.

**EK 1:ANKET**

**1. Türk Sermaye Piyasasında yabancı yatırımcıları yeterli buluyor musunuz?**

( ) Yeterli

( ) Yetersiz

**2. Yabancı yatırımcıların İMKB' de karşılaştığı problemler nelerdir?**

( ) Güvenilir olmaması

( ) Volatil bir piyasa olması

( ) Derinliğinin olmaması

( ) Düşük İşlem hacmi

( ) Kamuoyunu bilgilendirme ve açıklıkta eksiklik

( ) Denetimsizlik

**3. Ülkemizde yabancı yatırımcı çekilebilmesi için neler yapılmalıdır?**

( ) Makro ekonomik istikrarın sağlanması

( ) Yatırım araçları çeşitlendirilmelidir

( ) Etkin denetim

( ) Vadeli işlemler piyasasının açılması

( ) Derecelendirme kuruluşları açılmalı

( ) Siyasi İstikrar

**4. Yabancı yatırımcılar aracı kurumlarda neyi aramaktadırlar?**

( ) Mali sağlamlık

( ) Hizmet sunumunda kalite

( ) Güven; Etik Kurallar

( ) Personel kalitesi

( ) Düşük Komisyon

5. Aracı kurumlar yabancı yatırımcılarla etkin çalışabilmek için neler yapmalıdır?

- ( ) İnternet İşlemleri artırılmalı
- ( ) Personel kalitesi artırılmalıdır.
- ( ) Sermayesi güçlendirilmelidir.
- ( ) Ar-Ge çalışmaları artırılmalıdır.
- ( ) Raporlar ve bülten sayıları artırılmalı.

6. İşlem hacminizde yabancı yatırımcıların payı ne kadar?

- ( ) %10-20
- ( ) %20-30
- ( ) %30-40
- ( ) %40-50

7. Yabancı yatırımcıların çoğunlukla İMKB'deki yatırım davranışları nasıl?

- ( ) Kısa vadeli
- ( ) Orta vadeli
- ( ) Uzun vadeli

8. Yabancı yatırımcıların ülkemizde yaşanan Kasım ve Şubat aylarındaki krizlerde yatırım davranışı nasıldı?

- ( ) Kısa 1 vadeli
- ( ) Orta 2 vadeli
- ( ) Uzun 3 vadeli

9. Yabancı yatırımcılar hangi piyasaları tercih etmektedirler

- ( ) Şeffaf ve güvenli
- ( ) Getirisi yüksek
- ( ) Piyasa derinliği olan
- ( ) Hukuksal alt yapı
- ( ) Uluslararasılaşma düzeyi fazla borsaları

10. *Türk Sermaye Piyasasında yabancı yatırımcıların tercih ettiği yatırım araçlarını belirtiniz?*

- ( ) Hisse senedi
- ( ) Devlet tahvili
- ( ) Hazine bonosu
- ( ) Repo

11. *Müşterileriniz içinde en çok hangi yabancı yatırımcılar yer almaktadır?*

- ( ) Bireysel yatırımcılar
- ( ) Emeklilik fonları
- ( ) Sigorta şirketleri
- ( ) Yatırım fonları

12. *Ülkemizde yabancı yatırımcılar en çok hangi sektörlerde işlem yapmaktadırlar.*

- ( ) Tekstil
- ( ) Metal Ana Sanayi
- ( ) Holdingler ve Yatırım Şirketleri
- ( ) Bankalar ve Özel Finans Kurumları
- ( ) Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri

13. *Ülkemizde yabancı yatırımcıların yatırım kararı alması en çok etkileyen risk faktörü hangisidir?*

- ( ) Ülke Riski
- ( ) Global risk
- ( ) Mikro- ekonomik riski

14.Yabancı yatırımcıların ülkemizde yaşanan kasım ve şubat krizlerine en önemli etkisi ne olmuştur?

- ( ) İstikrarsızlığı artırmışlardır.  
 ( ) Krizi derinleştirmişlerdir.  
 ( ) Ekonomik istikrarsızlığa etkileri olmamıştır.

15.İMKB'de gelecek dönemde yabancı yatırımcılar nasıl bir seyir izleyecektir?

- ( ) Ülke ekonomine paralel  
 ( ) Ülke siyasetine paralel  
 ( ) Ülke ekonomisi ve siyasetle birlikte hareket edecektir.

16.Dünyada yaşanan küreselleşme ve finansal serbestleşme hareketlerine Türk Sermaye Piyasalarının tam olarak uyum sağladığını düşünüyor musunuz?

- ( ) Evet ( ) Hayır

17.Ülkemizde portföy yatırımlarının önünü bürokratik engellerin kestiğini düşünüyor musunuz?

- ( ) Evet ( ) Hayır

18.Yabancı yatırımcıların yatırım kararı almasının da ülkemizle ilgili en çok hangi gelişmeleri takip etmektedirler?

- ( ) Uygulanan ekonomik programlar  
 ( ) Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının raporları  
 ( ) Ülkemizin diğer gelişmekte olan piyasalara göre durumu  
 ( ) Siyasal ve ekonomik yapı

19.Ülkemizde yabancı sermaye portföy yatırımlarının özendirilmesi için neler yapılmalıdır?

- ( ) Yabancı yatırımcıları uzun süreli ülkeye çekmek amaç olmalı  
 ( ) Hukuki yapı Uluslararası standartlara kavuşturulmalı  
 ( ) Mali reformlar tamamlanmalı  
 ( ) Makro-ekonomik istikrar sağlanması

*Tesekkürler*

## EK 2:HİPOTEZLER

### I.Hipotez

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı- Hisse Senedi

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	7,833	6	,251

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı- Devlet Tahvili

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	11,111	6	,085

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı-Hazine Bonosu

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	6,019	6	,421

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı-Repo

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,556	6	,475

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Hisse Senedi

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	10,862	6	,093

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,349	6	,500

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	15,092	4	,005

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	7,131	6	,309

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Hisse Senedi

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,840	6	,441

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	15,056	6	,020

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	10,741	4	,030



Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	6,019	6	,421

2.Hipotez

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı- Şeffaf Güvenli Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,077	2	,215

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı- Getirisi Yüksek Piyasa

**Chi-Square Tests**

	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1	,031

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı -Derin Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,707	2	,426

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı -Hukuksal Alt Yapısı Olan Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,000	2	,607

Orta Vadeli Yatırım Davranışı-- Şeffaf Güvenli Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,429	2	,490

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Getirisi Yüksek Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,085	2	,352

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Getirisi Yüksek Piyasa- Derin Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,536	2	,765

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Hukuksal Alt Yapısı Olan Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	6,019	6	,421

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Şeffaf Güvenli Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4,747	2	,093

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Şeffaf Güvenli Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4,355	2	,113

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Şeffaf Güvenli Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,527	2	,466

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Şeffaf Güvenli Piyasa

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,727	2	,256

**3.Hipotez**

Global Risk-%10-20

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	6,875	4	,143

Global Risk-%20-30

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,386	4	,665

Global Risk-%30-40

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4,688	4	,321

Global Risk-%40-50

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	11,827	4	,019

Mikro Ekonomik Risk-%10-20

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,806	3	,848

Mikro Ekonomik Risk-%20-30

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,730	3	,292

Mikro Ekonomik Risk-%30-40

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,386	3	,496

Mikro Ekonomik Risk-%40-50

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	7,036	3	,071

Ülke Riski-%10-20

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,438	2	,179

Ülke Riski-%20-30

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,727	2	,256

Ülke Riski-%30-40

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	9,167	2	,010

Ülke Riski-%40-50

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,793	2	,673

**4.Hipotez**

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı- Hisse Senedi

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,625	3	,453

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı- Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,500	3	,682

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı- Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,151	2	,341

Kısa Vadeli Yatırım Davranışı- Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,520	3	,472

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Hisse Senedi

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,118	3	,773

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,584	3	,663

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,572	2	,276

Orta Vadeli Yatırım Davranışı- Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,783	3	,854

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Hisse Senedi

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,667	3	,644

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,148	3	,369

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,810	2	,149

Uzun Vadeli Yatırım Davranışı- Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,667	3	,881

**5.Hipotez**

Uygulanan Ekonomik Programlar-Kısa Vadeli Yatırım

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,500	2	,287

Uygulanan Ekonomik Programlar-Orta Vadeli Yatırım

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,536	2	,765

Uygulanan Ekonomik Programlar-Uzun Vadeli Yatırım

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,836	2	,399

Derecelendirme Kuruluşları Raporları- Kısa Vadeli Yatırım

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4,000	2	,135

Derecelendirme Kuruluşları Raporları- Orta Vadeli Yatırım

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,377	2	,828

Derecelendirme Kuruluşları Raporları- Uzun Vadeli Yatırım

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,680	2	,159

Diğer Gelişmekte Olan Piyasalar-Kısa Vadeli Yatırım

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,429	2	,490

Diğer Gelişmekte Olan Piyasalar-Orta Vadeli Yatırım

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,077	2	,962



Diğer Gelişmekte Olan Piyasalar-Uzun Vadeli Yatırım

### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,250	2	,535

Siyasal ve Ekonomik Yapı-Kısa Vadeli Yatırım

### Chi-Square Tests

	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1	,543

Siyasal ve Ekonomik Yapı-Orta Vadeli Yatırım

### Chi-Square Tests

	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1	,031

Siyasal ve Ekonomik Yapı-Uzun Vadeli Yatırım

### Chi-Square Tests

	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1	,197

Hipotez 6:

Global Risk-Hisse Senedi

### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	9,950	12	,620

Global Risk-Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	10,250	12	,594

Global Risk-Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,104	8	,746

Global Risk-Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	12,400	12	,414

Mikro Ekonomik Risk-Hisse Senedi

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	8,699	9	,465

Mikro Ekonomik Risk-Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,327	9	,805

Mikro Ekonomik Risk-Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,029	6	,917

Mikro Ekonomik Risk-Repo

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4,588	9	,869

Ülke Riski-Hisse Senedi

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,104	6	,796

Ülke Riski- Hazine Bonosu

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,937	4	,747

Ülke Riski-Repo

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	7,600	6	,269

Hipotez 7:  
Güvensizlik-Hisse Senedi

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	9,734	12	,639

Güvensizlik-Devlet Tahvili

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	6,211	12	,905

Güvensizlik- Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4,333	8	,826

Güvensizlik- Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	17,571	12	,129

Volatil Piyasa Olması-Hisse Senedi

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	23,321	15	,078

Volatil Piyasa Olması-Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	23,155	15	,081

Volatil Piyasa Olması-Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	18,488	10	,047

Volatil Piyasa Olması-Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	20,057	15	,170

Derinlik-Hisse Senedi

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	15,310	15	,429

Derinlik-Devlet Tahvili

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	33,214	15	,004

Derinlik-Hazine Bonosu

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	18,426	10	,048

Derinlik -Repo

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	35,200	15	,002

İşlem Hacmi Düşüklüğü-Hisse Senedi

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	24,723	18	,133

## İşlem Hacmi Düşüklüğü-Devlet Tahvili

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	26,429	18	,090

## İşlem Hacmi Düşüklüğü-Hazine Bonosu

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	8,393	12	,754

## İşlem Hacmi Düşüklüğü-Repo

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	12,990	18	,792

## Kamuoyunu Bilgilendirme ve Açıklıkta Eksiklik-Hisse Senedi

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	17,004	15	,319

## Kamuoyunu Bilgilendirme ve Açıklıkta Eksiklik-Devlet Tahvili

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	17,167	15	,309

## Kamuoyunu Bilgilendirme ve Açıklıkta Eksiklik-Hazine Bonosu

## Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	8,936	10	,538

Kamuoyunu Bilgilendirme ve Açıklıkta Eksiklik-Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	15,927	15	,387

Halka Açıklık Oranı-Hisse Senedi

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	23,375	15	,076

Halka Açıklık Oranı-Devlet Tahvili

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	18,056	15	,260

Halka Açıklık Oranı-Hazine Bonosu

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	12,710	10	,240

Halka Açıklık Oranı-Repo

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	24,080	15	,064

## KAYNAKÇA

- Akdiş, Muhammet, **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**,İstanbul, Beta Yayınları ,2000
- Ceylan ,Ali .Korkmaz, Turhan.**Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**,Bursa,Ekin Yayınları,Şubat 1995
- Çoşkun , Metin .**Finansal Kurumlar** ,Anadolu Üniversitesi, Eskişehir,2001
- Doğu, Murat.**Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**,Ankara,SPK Yayınları,1994
- Erdoğan, Oral.**Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli**, İstanbul ,İMKB Yayınları,1994
- Erdoğan, Oral .Levent ,Özer.**Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul İMKB Yayınları,1998
- İşgüden,Tamer.Akyüz,Müfit. **Uluslararası İktisat**, İstanbul,Evrin Kitapevi, 1990
- Karluk,Rıdvan.**Türkiye Ekonomisi,Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim** ,Beta Yayınları,Eskişehir,1999
- Kaya, Türker Yasemin.**Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi,Türkiye Örneği**. İstanbul, DPT Uzmanlı Tezleri ,1998
- Seyidoğlu, Halil.**Uluslararası İktisat,Teori,Politika ve Uygulama,Geliştirme**, İstanbul, Güzem Yayınları,1996
- Sancak, İ.Ethem.**Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları**, Ankara,SPK Araştırma Raporu,1999



Tezcanlı Meral Varış ve diğeri, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul , İMKB Yayınları, 1994

Tezcanlı, Meral Varış, Erdoğan, Erol. **Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İMKB** , İstanbul , İMKB Yayınları , 1996

Uzunoglu, Sadi. Alkin, Kerem. Fuat Gürel, Can. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995

Ünal, Targan. **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1999

Vurgun , Kudret . **Uluslararası Piyasalara Erişim ( ADR-GDR ) ve Türk Sermaye Piyasalarına Alternatif Öneriler**, İstanbul, İMKB Yayınları, Kasım 1994

Yıldırım, Abdurrahman. **Borsada Dördüncü Perde**. İstanbul, Alfa Basım Dağıtım, 1996

Yörük, Nevin. **Finansal Varlıları Fiyatlama Modeli Ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB' de Test Edilmesi** , İstanbul, İMKB Yayınları , 2000

\_\_\_\_\_ **Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Riski Derecelendirilmesindeki Değişimler**, No:4, Tokat: Gazi Osman Paşa Üniversitesi, İİBF Yayınları, 1999

## DERGİLER

Çoşkun, Ali . **Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası**, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı 39, Yıl 5, Mayıs 2002

Dağlı, Hüseyin. **Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar** İşletme ve Finans Yayınları , Yayın No:4, 1996

Korkmaz, Turhan .**Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerinin Rolü**, İMKB Dergisi,Cilt:5, Sayı 17,2001

Tezcanlı Varış, Meral . Küçükçolak, Ali . Erdoğan, Oral . Özer , Levent .**AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB' nin Gelişimi**, İstanbul , İMKB Dergisi, Sayı 14, Nisan/Mayıs/Haziran 2000

\_\_\_\_\_. **Sermaye Piyasalarında Güven Sorunu Aşılmalı**, Active Finans Dergisi, Yıl 3,Sayı 25,2001

\_\_\_\_\_. İMKB Dergisi ,Ekim/Kasım/Aralık 2001,Sayı:20

\_\_\_\_\_. İMKB, **Borsa Terimler Sözlüğü** ,İstanbul,2002

#### **RAPORLAR VE KONFERANS**

\_\_\_\_\_.IFC, Investment Funds Emerging Markets,2000

\_\_\_\_\_.IFC,Emerging Stock Markets Factbook , 1997

\_\_\_\_\_.Standard & Poors , Emerging Stock Markets Factbook , 2001

\_\_\_\_\_.SPK,**Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi**,SPK Araştırma Raporu, No:17, Ankara,1996,

\_\_\_\_\_.İMKB,**Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı**,Erhan Topaç, Gedik Yatırım Yönetim Kurulu Başkanı, TSPAKB Başkan Vekili,26 Nisan 2002

\_\_\_\_\_.**Türkiye'nin Gelişmesinde Sermaye Piyasalarının Rolü**,Erhan Topaç,Gedik Yatırım Yönetim Kurulu Başkanı,TSPAKB Başkan Vekili,2002

\_\_\_\_\_ .Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Raporları,Sermaye Piyasası ,Mevzuat,2001 – Temmuz 2002,PDF

\_\_\_\_\_ .Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Raporları,Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar,2002 -Temmuz 2003-PDF

\_\_\_\_\_ .Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Raporları,Sermaye Piyasası,Yatırımcı Profili, 2001 – Temmuz 2002 ,PDF

### İNTERNET ADRESLERİ

**[http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m\\_akdis.htm](http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m_akdis.htm)**

Akdiş, Muhammet.Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler Beklentiler.

**<http://www.hurriyetim.com.tr/yazarlar/yazar/0,,sid~4@nvid~38117@tarih~2001-10-06-m,00.asp>**.Bayramoğlu,Deniz.Yabancı Ne Demek İstiyor.

**[www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar/boratav3.htm](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar/boratav3.htm)**

Boratav, Korkut.2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri.

**<http://www.ntymsnbc.com/news/165543.asp>**.Didman

Kaya,Didman.Türev Piyasaları Çalıştırılmalı.

**<http://www.tcmb.gov.tr/veni/evds/konusma/tur/2000/Kuresellesme.html>**

Erçel ,Gazi .Küreselleşme ve Uluslararası Finansal Gelişmeler,17. Asya Bankalar Birliği Genel Kurulu,22 Eylül 2000, İstanbul.

**<http://www.tcmb.gov.tr/veni/evds/konusma/tur/2000/OZELYATIRIMCI.html>**

Erçel,Gazi.Krizlerin Önlenmesinde Ve Çözümlemesinde Özel Yabancı Yatırımcıların Rolü, Küresel Sermaye Piyasası Yönetimi Konferansı, Bretton Woods'u Yeniden Oluşturma Komitesi Montreal, 23 Ekim 2000.

<http://www.stratejiyonetim.com/fehmi2.htm>

Karasioğlu ,Fehmi.Demir, Sezgin Sermaye Piyasasında Dereceleme (Rating )

<http://www.activefinans.com/activeline/sayi7/oranlar.html>

Mengütürk, Muhsin. Komisyon Oranlarının Serbestleşmesi İMKB' ye Bağlı.

<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/OCAK2001/globallesme.htm>

Özkıvrak,Özlem.Dileyici, Dilek.Globalleşme, Bölgeselleşme Mega Rekabet ve Türkiye,Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F.

<http://www.ntvmsnbc.com/news/139267.asp>

Tanrıkulu: Yatırımcılar Korunmalı.

<http://www.finanskulup.org.tr/etkinlikler/toplantilar/mbkilic280601.htm>

Toprak,Yusuf Ziya.Bireysel Emeklilik Yasası Ve Beklentiler, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Başkanı,Bireysel Emeklilik Sisteminin Sermaye Piyasaları ve Özellikle Yatırım Fonları ile Portföy Yönetim Faaliyetleri Bakımından Değerlendirilmesi, Ceylan Inter Continental, İstanbul . 28 Haziran 2001 Perşembe

<http://arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/01/07/06/ekonomi/31eko.htm>

Aracı Kurum Mağdurlarına Özel Fon.

[www.activefinans.com/activeline/sayi26/sermaye.html](http://www.activefinans.com/activeline/sayi26/sermaye.html)

Sermaye Piyasası Eğitimle Gelişecek.

<http://www.ntvmsnbc.com/news/128940.asp>

FT:Yabancı Türk Bonosuna Dönüyor.

<http://www.activefinans.com/activeline/sayi25/etik.html>

En Değerli Yatırım Etik Kurallar.

<http://www.hurriyetim.com.tr/haber/0,,sid~4@tarih~200119m@nvid~31924,00.asp>

Angola'ya Ezildik, Burkina Faso Kadar Çekici Çıktık.

[http://www.isyatirim.com.tr/Rapor\\_Files/onsavfa\\_pdflerinden/Yabanci\\_Islemleri.pdf](http://www.isyatirim.com.tr/Rapor_Files/onsavfa_pdflerinden/Yabanci_Islemleri.pdf)

. İş Bankası Yabancı İşlemleri.

[http://www.yatirimyap.com/C/arastirma\\_index.asp](http://www.yatirimyap.com/C/arastirma_index.asp)

Yabancı Payları.

<http://www.hurriyetim.com.tr/haber/0,,sid~4@tarih~200208m@nvid~183304,00.asp>

. Yabancı Yatırımcı Zarar Etti .

[http://www.garanti.com.tr/garanti\\_dergisi/ekim2001/dunyada\\_ekonomi.html](http://www.garanti.com.tr/garanti_dergisi/ekim2001/dunyada_ekonomi.html)

ABD'de Gerçekleştirilen Terörist Saldırıların Global Piyasalara Etkileri, Finansal Kurumlar Müdürlüğü Kredi Analiz ve Araştırma.

[http://www.hsbc.com.tr/HSBCYatirim/Arastirma/pdf/yabanci\\_islemleri/Yabanci-Islemleri-Kas03.pdf;01/11/03](http://www.hsbc.com.tr/HSBCYatirim/Arastirma/pdf/yabanci_islemleri/Yabanci-Islemleri-Kas03.pdf;01/11/03)

Yabancı Yatırımcıların En Çok İşlem Yaptıkları 10 Hisse Senedi.

<http://www.econturk.org/dtm7.htm>

Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları.

<http://www.activefinans.com/activeline/sayı18/doviz.html>

Dövizde İstikrarda Vadeli Adım.

<http://arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/01/06/22/ekonomi/02eko.htm>

Yatırımcıyı Koruma Fonu Kuruldu ,Eskiler Hava Aldı.

<http://www.ntvmsnbc.com/news/248708.asp>

Enflasyon Muhasebesi Yasalaştı.

<http://www.ntvmsnbc.com/news/167171.asp>

Yabancılar İMKB' den Ayağını Kesti.

### YARARLANILAN İNTERNET ADRESLERİ

<http://www.gedik.com/>

<http://www.yatirimyap.com/>

[www.bagimsizsosyalbilimciler.org.tr](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org.tr)

<http://www.hurriyetim.com.tr>

<http://www.ceterisparibus.net>

<http://www.imkb.gov.tr/yabanci/portfoy.htm>

<http://www.activefinans.com/>

<http://www.ntvmsnbc.com/>

<http://www.spk.gov.tr/>

<http://www.bigpara.com/>

<http://www.analiz.com/>

<http://www.isteyatirim.com>

<http://www.tspakb.org.tr>

<http://www.treasury.gov.tr>

<http://www.tcmb.gov.tr/>

<http://www.econturk.org/>