

## ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI AÇISINDAN GELİŞMEKTE OLAN SERMAYE PIYASALARI İLE TÜRK SERMAYE PIYASASININ KARŞILAŞTIRILMASI

Doç.Dr.Nurdan ASLAN\*

### GİRİŞ

Uluslararası platformda, son dönemde getiri amaçlı sermaye hareketleri artmıştır. Özellikle sermaye piyasalarının serbestleşmesi ve globalleşmesi neticesinde yatırımcılar yurtdışı piyasalara giderek risk dağıtmak ve yeni fırsatlar peşinde koşmak isteğine girmişlerdir. Ülkeler ise bu sıcak parayı çekebilmek için yasal düzenlemelerle rekabetçi ortama ayak uydurmaya çalışmışlardır. Bu çabada başarılı olan ülkeler özel yabancı sermayenin kalkınmaya olan etkisinden faydalanabilmişlerdir.

Türkiye ise 1980'de başlayan liberizasyon programı neticesinde önemli adımlar atarak finansal piyasalarını kurmuş, bunlara işlerlik ve piyasa dinamik kazandırmıştır. Daha sonra yasal düzenlemelerle yurtdışına da açılarak Türk sermaye piyasası ilgi çekmeyi başarmıştır.

### 1- Gelişen Ülkeler ve Türkiye'deki Sermaye Piyasalarının Genel Durumu

1990'lı yıllarda, gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde yaşanan durgunluk sonucu bu ülkelerin sermaye piyasalarında yüksek karlılık olanağı ortadan kalkmış ve uluslararası yatırımcılar gözlerini karlılık olanağı sunan gelişmekte olan ülkelere çevirmişlerdir.

Türkiye de bu ülkeler arasına girmek için gerekli düzenlemeleri yapmış ve ilgi çekmeye başlamıştır. Kuşkusuz bu ilginin çekilmesinde Türk sermaye piyasasının genel dinamiği ve performansının etkisi de büyüktür.

Ancak gerek siyasi istikrarsızlık gerekse düzenlemelerde yabancı sermayeyi düşündüren bazı hükümlerin gerektirdiği ölçüde ilgi çekemediği iddia edilebilmektedir.

İMKB 1993 yılında, ABD Doları bazında % 213.7'lik bir artış göstererek dünya genelinde Türkiye'yi, gelişmekte olan piyasalar arasında ikinciliğe getirmiştir, 1994 yılının ilk 9 ayını kapsayan dönemde ise İMKB endeksinde yine ABD Doları bazında % 45.7'lik bir düşüş yaşanmıştır. Ancak bu dönem dünya genelinde borsa endekslerinin düşüş gösterdiği bir süreç olmuştur. Tablo 1'de görüleceği üzere 1993 yılında gelişen piyasaların en iyi performanslı 10 ülkesi içinden sadece Brezilya 1994'ün ilk 9 ayı içerisindeki bir önceki performansına yaklaşan bir gelişme göstermiş, altı ülke ise ABD Doları bazında düşüşler yaşamıştır. 1994 yılında dünya genelinde sermaye piyasaları için hüküm süren bu olumsuzlukların yanında 5 Nisan kararlarının aynı dönem içine denk geldiği ve dolarda meydana gelen büyük artışın ABD Doları bazındaki performansı çok düşürdüğü de göz önüne alınırsa bu dönemin aslında başarısızlıktan çok güven artırıcı unsur olması gerektiği düşünülebilmektedir.

TABLO 1: Gelişmekte Olan Piyasaların Performansları<sup>1</sup>  
(ABD Doları Bazında/Yüzde Olarak)

	1993	31.13.93- 01.10.94
1.Polonya	717.9	-35.4
2.Türkiye	213.7	-45.7
3.Filipinler	133.2	-2.3
4.Zimbabve	122.3	23.6
5.Endonezya	109.1	-16.7
6.Malezya	99.3	-5.2
7.Tayland	97.0	-8.8
8.Brezilya	91.3	86.1
9.Tayvan	86.9	16.5
10.Anjantin	67.3	3.7

İşlem hacmi olarak Türkiye 1993 yılını gelişen sermaye piyasaları arasında 8. sırada tamamlamıştır. (Bkz. Tablo 2). Toplam piyasa değeri olarak bakıldığında ise hızla artan piyasa değeriyle (Bkz. Tablo 3) 1993 sonunda toplam 37.5 milyar ABD Dolarına çıkmış ancak krizin etkisiyle 31.08.1994 tarihinde 20.7 milyar ABD Dolarına gerilemiştir. Diğer ülkelere bakıldığında 31.03.1994 tarihinde Portekiz 14.8 milyar, Yunanistan da 13.5 milyar ABD Doları düzeyinde görülmektedir.

<sup>1</sup>The Economist, USA, October 1, 1994, s. 124. ve International Finance Corporation, "Emerging Stock Markets Factbook, 1994" Washington D.C., 1994. s.12.

\* M.Ü.İİBF, İktisat Bölümü, Öğretim Üyesi.

TABLE 2: Gelişmekte Olan Piyasalarda Yıllık İşlem Hacmi<sup>2</sup> (Milyon ABD \$)

	1993
1.Tayvan	346.487
2.Güney Kore	211.710
3.Malezya	153.661
4.Tayland	86.934
5.Meksika	62.454
6.Brezilya	57.409
7.Çin	43.395
8.Türkiye	23.242
9.Hindistan	21.879
10.Güney Kore	13.049

TABLE 3: Türk Sermaye Piyasasında İşlem Gören Menkul Kıymetlerin Toplam Piyasa Değeri<sup>3</sup> (Milyon ABD \$)

	Toplam Piyasa Değeri
1986	39.041
1987	75.646
1988	1.132
1989	6.756
1990	18.737
1991	15.564
1992	9.922
1993	37.824
1994	22.473
1995 <sup>4</sup>	38.966

Benzer şekilde fiyat/kazanç oranı bakımından da Türkiye gelişen sermaye piyasaları arasında 1993 sonunda 7. sıradadır. Ancak tablo 4'de de görüldüğü üzere 1994 yılında hemen hemen bütün bu ülkelerde bu oran düşmüştür. Türkiye ayrıca krizden etkilendiği için bu düşüş daha dramatik olmuştur.

TABLE 4: Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarının Genel Fiyat/Kazanç Oranları<sup>5</sup>

	31.12.1993	31.03.1994
1.Macaristan	52.4	18.7
2.Peru	44.0	22.3
3.Malezya	43.5	35.0
4.Arjantin	41.9	31.6
5.Hindistan	39.7	43.2
6.Filipinler	38.8	32.6
7.Türkiye	36.3	11.2
8.Tayvan	34.7	30.6
9.Polonya	31.5	20.5
10.Endonezya	28.9	23.7

<sup>2</sup>International Finance Corporation, "Emerging Stock Markets Factbook, 1994", s.

<sup>3</sup>İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülteni, Ağustos 1995.

<sup>4</sup>01.08.1995 Tarihi itibariyle.

<sup>5</sup>International Finance Corporation, "IFC Quarterly Review", Washington D.C., 1994; s. 4-6.

Bir diğer gösterge ise piyasa değerinin GSYİH'ye oranıdır. Bu oran Hong Kong, Singapur gibi gelişmiş ülkelerde % 100'ün üzerinde, diğer gelişmiş ülkelerde % 40-100 arasındadır. Diğer bir deyişle, bu ülkelerde sermaye piyasasının büyümek için fazla yeri kalmamıştır. Zira piyasa değerleri ülke ekonomisinin toplam değerinin dahi üstüne çıkmış veya çıkmak üzeridir. Tablo 5'te görüleceği gibi Türkiye gelişmekte olan 25 piyasa arasında 19. sırada yer almaktadır. % 9.1'lik oranı ile Türkiye'nin gelişmek için önünde büyük bir potansiyel halen beklemektedir.

TABLE 5: Gelişmekte olan Piyasaların Piyasa Değeri/GSYİH Oranları<sup>6</sup>

	1992
1.Malezya	163.1
2.Şili	72.0
3.Ürdün	68.9
4.Tayland	56.4
5.Tayvan	48.4
6.Meksika	41.6
7.Güney Kore	36.2
8.Filipinler	25.3
9.Hindistan	21.0
10.Pakistan	16.7
11.Sri Lanka	14.9
12.Kolombiya	13.0
13.Venezuela	12.4
14.Yunanistan	12.2
15.Zimbabve	11.9
16.Brezilya	11.7
17.Portekiz	11.0
18.Endonezya	9.5
19.Türkiye	9.1
20.Arjantin	8.2
21.Perü	5.8
22.Nijerya	4.6
23.Çin	3.5
24.Macaristan	1.6
25.Polonya	0.3

Kuşkusuz bu göstergeler<sup>7</sup> tek başlarına bir piyasanın çekici olmasını gerektirmezler. Ancak finans piyasasının özelinde bir yatırımcının bir hissede incelediği teknik göstergelerin tümünü değerlendirmesi ve ilgili şirketin özel durumlarına da dikkat etmesi örneğinde olduğu gibi uluslararası yatırımcılar da bir ülkeyi tüm bu göstergelerin ışığında ve özel durumları da dikkate alarak incelemektedirler. Türkiye 1993 itibariyle gelişmekte olan ülkeler arasında performans yüzdesinde 2., yıllık işlem hacminde 8., fiyat/kazanç oranında 7. olduğuna, İMKB'nin

<sup>6</sup>International Finance Corporation, "Emerging Stock Markets Factbook, 1994", a.g.k., s. 48.

<sup>7</sup>Türkiye'deki menkul kıymetler stoklarının yıllarına göre tam dökmü için bkz. Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bülteni, Kasım 1995, s.17.

kurulduğu 1986 yılından bu yana piyasa değeri sürekli yükseldiğine, buna rağmen piyasa değeri/GSYİH oranı halen en düşük ülkelerden birisi olduğuna göre uluslararası sermaye hareketlerinden hak ettiği ilgiyi görmemesinin nedeni özel durumlar, yani siyasi istikrarsızlık ve/veya yabancı portföy yatırımları hakkındaki düzenlemelerdeki kısıtlamalar olmalıdır.<sup>8</sup>

## 2- Gelişen Piyasalar ve Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımları

Rakamsal olarak baktığımızda 1993 yılında uluslararası yatırımcılar tarafından gelişmekte olan ülkelere yapılan toplam 159.2 milyar ABD Doları<sup>9</sup> tutarındaki net yatırımın sadece 753 milyon dolarlık kısmının Türkiye'de gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 1'de görüldüğü üzere, 1993 içerisinde Portekiz'de net portföy yatırımı 530 milyon ABD Doları olarak gerçekleşirken, yeni gelişmiş İspanya'da bu rakam 24,687 milyon ABD Doları olmuştur. Bizi en çok ilgilendirebilecek ülkelere Meksika'da ise özelleştirmenin de etkisiyle 1993 yılında 14,562 milyon ABD Doları yabancı net portföy yatırımı gerçekleşmiştir. Bu rakam gelişmekte olan ülkeler toplamının içinde % 9.2 gibi yüksek bir oranı içermesinin yanı sıra Meksika toplam net yatırımlarının % 40'ına yaklaşan bir bölümünün yabancılarca gerçekleştirildiğini ortaya koymaktadır.

TABLE 6: Türkiye ve Seçilmiş Ülkelerde Uluslararası Net Portföy Yatırımları<sup>10</sup> (Milyon ABD \$)

	1991	1992	1993
Türkiye	147	359	753
Portekiz	1895	-3064	-530
İspanya		-790	24687
Meksika	6876	9012	14562

Türkiye, 1989 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'na İlişkin 32 Sayılı Karar ile yabancılar için start vermiş, uluslararası net portföy yatırımları da o tarihten bugüne sürekli pozitif değerde ve artarak gelmiştir (Bkz. Tablo 7). 1994 yılında Türkiye'de gerçekleşen Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş.'nin özelleşmesiyle ilk aylarda önemli bir hareketlenme yaşanmıştır. 3 Mart

<sup>8</sup>ALKİN, Kerem, "Merill Lynch, Türk Hisseleri İçin Al Diyor", *Finans Dünyası*, Nisan 1995, s.44. Bu çalışmada Merill Lynch'in Türkiye'yi favori ülke gösterdiği göze çarpmıyor.

<sup>9</sup>DUTT, Monish K., "Turkey and Other Emerging Capital Markets, Bubbles or Fundamentals" *Euroney Conference*, İstanbul, June 5-6, 1994.

<sup>10</sup>International Financial Statistics, USA, 1994 ve TCMB, 1995 verilerinden derlenmiştir.

1995 tarihinde gerçekleşen bu özelleştirmenin etkisi Tablo 8'de rahatlıkla gözlenebilir. Bu tabloya baktığımızda aynı zamanda "5 Nisan Kararlarının" etkisi de ortaya çıkmaktadır. Çünkü yılın ikinci dönemi Türkiye'ye gelen yabancı fonların azaldığı bir dönem olmasına karşın böylesine dramatik düşüş daha önce gözlenmemiştir. "5 Nisan Kararlarının" yarattığı bu durum yılın geri kalan zamanlarında yavaşça düzelmiştir. 1994 yılı içerisinde Türkiye'de gerçekleşen 1158 milyon ABD Doları tutarındaki uluslararası net portföy 1994 sermaye hareketleri kıyaslamasında ortaya çıkan krizin etkisini net olarak göz önüne koymaktadır.

TABLE 7: Yabancıların Türkiye'de Net Portföy Yatırımları<sup>11</sup> (Milyon ABD \$)

	Net Portföy Yatırımları
1989	17
1990	89
1991	147
1992	359
1993	753
1994	1158

TABLE 8: 5 Nisan Kararları'nın Yabancıların Türkiye'de Net Portföy Yatırımları<sup>12</sup> (Milyon ABD \$)

1994	
Ocak	99
Şubat	259
Mart	352
Nisan	115
Mayıs-Aralık	333

TABLE 9: 5 Nisan Kararları'nın Türkiye'deki Sermaye Hareketlerine Etkisi<sup>13</sup> (Milyon ABD \$)

	1993	1994
Sermaye Hareketleri	8.963	-4.194
Doğrudan Yatırımlar	622	559
Portföy Yatırımları	753	1.158
Diğer Uzun Vadeli S.H.	1.370	-784
Kısa Vadeli S.H.	3.054	-5.127

Ancak 1994 yılında yaşanan krize rağmen 1993 yılına oranla net portföy yatırımlarında meydana gelen artış, krizin yabancı yatırımcıyı etkilediği ancak bunun sadece hız kesme şeklinde olduğunu ortaya koymaktadır. Kriz sonrasında bile net portföy yatırımları pozitif olarak gözükmektedir.

<sup>11</sup>TCMB, Haziran 1995.

<sup>12</sup>TCMB, Mart 1995.

<sup>13</sup>TCMB, Mart 1995.

1989'dan itibaren gerçekleşen portföy yatırımları incelendiğinde ise tablo 10'da görüleceği üzere 1993 yılında ülkeye giren portföy yatırımı miktarı patlama gösterirken ülkeden çıkan tutarın da bir miktar arttığı gözükmektedir. 1994 yılında ise krize rağmen ülkeden çıkan miktar % 1'in altında bir artışla sınırlı kalmıştır. Bu durum özellikle Türk sermaye piyasasına olan güvenin oluşmaya başladığının göstergesidir.

TABLO 10: Özel Yabancı Sermayenin Türkiye'ye Giriş ve Çıkışı<sup>14</sup>  
(Milyon ABD \$)

	Giriş	Çıkış <sup>15</sup>
1989	146	129
1990	282	193
1991	547	400
1992	648	289
1993	1.178	425
1994	1.586	428
1995 <sup>16</sup>	2.411	

Bir başka önemli gerçek ise Türkiye'ye giren portföy yatırımlarının hep çıkanlardan fazla olduğudur. Oysa tablo 6'da görüldüğü üzere Portekiz ve İspanya gibi ülkeler sık sık dalgalanmalara maruz kalmaktadır. Bunun birincil sebebi bu ülkelerde yerleşik olan kişi ve kuruluşların aynı zamanda yurtdışı piyasalarda da yatırım yapma eğiliminde olmaları ve uygun fırsatları görünce fon ihracına yönelmeleridir. Oysa Türkiye fon ithal eden bir ülke konumundadır, fon ihracı sınırlıdır. Ancak ikincil sebep olarak Türkiye'nin yabancı yatırımcıya yüksek karlılık olanağı sağlaması dolayısıyla, Türkiye'ye giren yatırımcıların çıkmama eğilimine girdikleri gösterilebilir. Buradan da şu sonuca varmak mümkündür. Türkiye'nin dış dünyadaki imajı ve bir takım kısıtlamalar nedeniyle yabancı yatırımcı ülkeye gelmekte gönülsüz davranmakta, ancak bir kere geldikten sonra memnun kalarak faaliyetlerini sürdürme eğilimine girmektedir.

## SONUÇ

Uluslararası sermaye yatırımları Türkiye için önemli bir kaynak niteliğine girebilecekken, gerek yasal düzenlemeler, gerekse siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle istenen ve hedeflenen sonuca varılamamaktadır. Oysa ki Türkiye'nin sermaye piyasasının geçmiş yıllardaki performansı ve geleceğinin parlak

olduğunun göstergeleri, çok daha fazla yabancı yatırımı hak ettiğini göstermektedir. Ancak bunun için hükümet veya ilgili kurumların konuyu ciddi bir şekilde yaklaşarak gerekli düzenlemelerle Türk sermaye piyasasına rekabet silahları sağlamaları gerekmektedir.

Türkiye gibi gelişen ülkelerin yabancı yatırımlar sayesinde buldukları ucuz finansman kaynağını kaldırma hızlarına ivme olarak kullanma şansı büyüktür. Bu nedenle Türk sermaye piyasasında yabancı yatırımcıyı çekecek ve işlerini kolaylaştıracak yeni tedbirler alınması ve bu konuda hızlı davranmanın gerekliliği açıktır. Türkiye dinamik bir sermaye piyasasına sahip olmanın avantajını bugüne kadar yeterince kullanmamıştır, ancak kullanmaya başlamak için henüz şansı bulunmaktadır.

<sup>14</sup>International Financial Statistics, USA, Ağustos 1995.

<sup>15</sup>Tablo 4.7'de yer alan değerlerin giriş değerlerinden çıkartılması ile elde edilmiştir. Tablo 4.7'de 1995 için bilgi olmaması nedeniyle bu değer hesaplanmıştır.

<sup>16</sup>01.07.1995 tarihi itibariyle.