

Hisse Senedi Yerel Tarafılığını Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği

Özet

Yatırımlarda yerel tarafılık son yıllarda azalmasına rağmen finans literatüründe hala tartışılan bir konu olarak önemini korumaktadır ve birçok açıklaması bulunmaktadır. Bu çalışmada, Türk yatırımcılarının hisse senedi yatırım tarafılığının nedenleri analiz edilmiştir. 2010 yılında yatırım yapılan ülkeler için yerel tarafılığa yol açan faktörler olarak direkt maliyetlerin, benzerliğin ve hisse senedi pazarı gelişmişliğinin etkisi incelenmiştir. ICAPM gösterge alınarak 20 ülkeden oluşan örneklem için hisse senedi yerel tarafılığı hesaplanmıştır. Çalışma sonuçları hisse senedi pazarı gelişmişlik göstergesi olarak pazar büyüklüğünün yerel tarafılığını etkilediğini göstermiştir. Türk yatırımcıları dünya piyasa kapitalizasyonundan daha fazla pay alan ülkelere yatırım yapmayı tercih etmektedir. Ayrıca bu çalışma Türkiye'nin 2001-2010 yılları arasında yüksek hisse senedi yerel tarafılığına sahip olduğunu ve uluslararası çeşitlendirmenin avantajını sağlayamadığını göstermektedir.

Arzu ŞAHİN¹
Hatice DOĞUKANLI²

Anahtar Kelimeler: *Türkiye'de Hisse Senedi Yerel Yatırım Tarafılığ, Yerel Tarafılığın Belirleyicileri*

The Determinants of Equity Home Bias: An Investigation for Turkey

Abstract

While home bias has decreased substantially over time, it continues to be a puzzle and presents several explanations in the financial literature. In this research, the determinants of the Turkish investors equity home bias were analyzed. The roles of direct costs, familiarity and stock market developments as factors causing homes bias were examined for target countries invested in 2010. Measures of the equity home bias for a sample of 20 target countries were calculated using ICAPM frameworks. Our results showed that market size as a proxies for stock market developmet have significant effects on domestic bias. Turkish investors prefer to allocate their investment in countries with higher share of world market capitalization. Also this paper present that Turkey has high equity home bias between 2001 and 2010 and dosen't take advantage of international diversification.

Keywords: *Equity Home Bias in Turkey, Home Bias Determinants*

¹ Araş. Gör., Adana Bilim ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Fakültesi, asahin@adanabtu.edu.tr

² Prof. Dr., Çukurova Üniversitesi, İşletme Bölümü, Finans Anabilim dalı, hatdog@mail.cu.edu.tr

1. GİRİŞ

Markowitz (1952)'in portföy teorisindeki en önemli fikri çeşitlendirmedir. Modern sermaye pazarı teorisi, yatırımcıların etkin çeşitlendirme yaptığı fikrine dayanmaktadır. Borç alma ve borç verme yeteneği, bilgiye eşit erişim ile birleşince tüm yatırımcıların pazar portföyünü bulundurduğu önermesine varılmaktadır. Bu önermeden yola çıkan sermaye varlıkları fiyatlama modelinin (CAPM) risk ve getiri ilişkisi modern finansın içine işlemiştir. CAPM, pazar portföyünü yerel sermaye portföyleri ile sınırlamıştır. Ancak çeşitlendirme argümanının uygulanabilmesi için yatırımcıların çeşitlendirme yapmaları gereken ilgili hisse senedi evreninin global pazar olması gerekmektedir (Cooper ve Kaplanis, 1994).

Sharpe (1964) ve Lintner (1965)'e dayanan geleneksel uluslararası sermaye varlıkları fiyatlama modeli (ICAPM) risk ve getiri optimizasyonu yapan bir yatırımcının, bir ülkenin menkul kıymetine yapması gereken yatırım tutarının o ülkenin dünya piyasa kapitalizasyonu oranı kadar olduğunu ifade etmektedir. Bir başka ifade ile rasyonel yatırımcılar yerel varlıklara ülkelerinin dünya pazar portföyündeki ağırlığı kadar yatırım yapmaktadır (Adler ve Dumas, 1983). Buna rağmen, uygulama sonuçları uluslararası portföylerin yerel varlıklara oldukça eğilimli olduğunu göstermektedir (French ve Poterba, 1991; Cooper ve Kaplanis, 1994; Tesar ve Werner, 1995; Ahearne, Grier ve Warnock, 2004). Bu olgu “yerel yatırım tarafllılığı” (home bias or domestic bias) olarak adlandırılır ve bir yatırımcının, geleneksel portföy seçim teorisi ile belirlenen optimal yatırım oranına göre varlığının oldukça yüksek bir kısmını yerel menkul kıymetlere ayırması durumu olarak açıklanabilmektedir (Cooper ve Kaplanis, 1994).

Yerel yatırım tarafllılığı (YYT) olgusu portföylerin uluslararası çeşitlendirme faydası ile ters düşmektedir. Geleneksel bakış açısı, hedef yabancı pazar yerel pazarla mükemmel olmayan korelasyona sahip olduğu sürece yatırımcıların yabancı ülkede işlem gören varlığı alarak yatırım portföyünü çeşitlendirmesi ve böylece faydalarını arttırması gerektiğini belirtmektedir. Son yıllarda sınır ötesi menkul kıymet ticaretindeki önemli artışa ve uluslararası yatırımın birçok engelinin ortadan kalkmasına rağmen, yatırımcıların hala portföylerindeki yerel menkul kıymetlere aşırı ağırlık verdiği görülmek-

tedir. Bu durumda yerel tarafllılık, yatırımcıların uluslararası portföy çeşitlendirmesinden elde edilebilir getiriyi orantısız olarak (irrasyonel olarak) daha çok yada daha az dikkate aldıklarını ifade etmektedir (Diyarbakırlıoğlu, 2011).

Yerel yatırım tarafllılığı konusunda yapılan çalışmaların büyük kısmı, dünya genelinde yatırımcıların uluslararası çeşitlendirmeden tamamen faydalanmadığını ve portföylerinde dünya portföyünde temsil edilenden daha az yabancı menkul kıymet bulundurduğunu göstermektedir. Ahearne, Grier ve Warnock (2004), ABD portföyünde yabancı menkul kıymetlerin payının %10 civarında olduğu ve 1980'lerdeki %2 seviyesinden önemli düzeyde artış gösterdiğini ancak hala optimal yabancı menkul kıymet oranının oldukça gerisinde olduğunu raporlamıştır. Chan, Covrig, ve NG (2005) çalışmalarında ABD pazarının dünya piyasasında kapitalizasyon oranının %47 olduğunu ancak portföylerinin %85'ini yerel menkul kıymetlere yatırdığını belirtmiştir. Bu çalışmalar ABD'li yatırımcıların uluslararası çeşitlendirmenin çok gerisinde olduğunu göstermektedir.

Yerel yatırım tarafllılığı olarak ifade edilen davranışın finans literatüründe birçok açıklaması bulunmaktadır. Yerel yatırım tarafllılığı, uluslararası finansal pazarların yerel pazarlardan farklılıklarını yansıtmaya eğilimindedir. Bu sebeple yerel yatırım tarafllılığı nedenlerini araştıran çalışmalar, yabancı yatırımın yerel yatırımdan farklılaşan maliyetlerini incelemiştir. Maliyet kavramı yabancı yatırımın net getirisini düşüren açık ve örtülü (deadweight cost) tüm maliyeti ifade etmekte olup literatürde yabancı yatırım üzerindeki vergi olarak da ifade edilmektedir.

Uluslararası çeşitlendirmenin kazançlarına rağmen güçlü bir şekilde yerel varlıklara yatırım yapma durumu olan yerel tarafllılığı açıklamak için finans literatüründe çok sayıda çalışma yapılmıştır. Uluslararası çalışmalarda yatırım yapılan ülke olarak Türkiye'ye karşı portföy yatırım tarafllılığına yer verildiği görülmüş ancak Türk yatırımcıların yatırım kararlarında yerel varlıklara eğilimli davranmasının nedenini inceleyen yeterli çalışmaya rastlanılmamıştır. Aydın (2005)'in çalışmasında Türkiye'nin hisse senedi ve tahvil yatırımlarında yerel yatırım tarafllılığı hesaplanmış ancak yerel tarafllılığın nedenlerinin belirlenmediği görülmüştür.

Yerel yatırımcıların optimal portföylerden uzaklaşma nedenlerinin belirlenmesinin, yatırımcıların refahını etkileyen yerel yatırım taraflılıklarının azaltılması açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Bu çalışmada hisse senedi yerel taraflılığının nedenlerinin Türk yatırımcıları açısından incelenmesi amaçlanmıştır.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

ICAPM'in bireylerin tüm dünyada tutacakları menkul kıymetin piyasa kapitalizasyonlarına bağlı olduğu şeklindeki görüşü birçok varsayıma dayanmaktadır ve bunlardan biri uluslararası yatırıma hiç engel olmadığı şeklindedir (Ahearne ve diğerleri, 2004). Oysaki uluslararası piyasa eksikliklerinin varlığı yabancı yatırım maliyetlerini arttırmaktadır ve birçok çalışmada yabancı yatırımın maliyetini arttıran piyasa eksikliklerinin yerel taraflılığa etkisi incelenmiştir.

Tek bir yerel sermaye pazarına dayanan Sharpe-Linter CAPM, homojen beklentiler ve fırsatlar seti varsayımları ile tüm yatırımcıların aynı riskli varlıklar portföyüne sahip olacağını ileri sürmektedir. CAPM'in sadece fırsatlar setinin dünya pazar portföyünü içerecek şekilde genişletilmesi ile uluslararası CAPM elde edilemez çünkü uluslararası sermaye pazarı yerel sermaye pazarından belirli önemli alanlarda farklılık göstermektedir. Uluslararası piyasalar; para birimi alanları, sosyo-ekonomik sistemler, vergiler ve sermaye akımlarına uygulanan engeller gibi alanlarda yerel pazarlardan farklılaşmaktadır (Cooper ve Kaplanis, 1986). Küresel piyasalar çeşitli ölçülebilir maliyetler, bilgisel maliyetler ve algısal maliyetlerle bölünmüştür.

1980 ve 1990'larda yapılan ilk çalışmalar genellikle yerel yatırımların yerel risklere karşı koruma sağladığı hipotezine dayanarak yerel taraflılığın açıklanmaya çalışılmıştır. Yerel portföy yatırımlarının yerel enflasyon ve işgücü gelir düşmesi gibi yerel risklere karşı koruma sağladığı hipotezine dayanan çalışmaların vardığı sonuç çoğunlukla yerel taraflılığın enflasyondan ya da gelir azalmasından korunma güdüsü ile açıklanamadığı yönünde olmuştur.

Bir yatırımcı kendi ülke varlıklarına eğer bu varlıklar yerel enflasyonla yüksek korelasyona sahipse yatırım yapmayı tercih edebilir. Bunu yapma-

rak yatırımcılar bu yatırımlardan kaynaklanan satın alım gücünün erozyonundan servetini korumayı beklemektedir. Teorik olarak cazip olan bu açıklama sadece yerel getiriler ve enflasyon arasında yüksek korelasyon varsa geçerlidir (Baker ve Nofsinger, 2010, s. 284). Adler ve Dumas (1983), Cooper ve Kaplanis (1994) ve Cooper ve Kaplanis (1995) çalışmalarında yerel taraflılığı yerel enflasyondan korunma güdüsü ile açıklayamamışlardır.

Cooper ve Kaplanis (1994), hisse senedi getirileri ve enflasyon arasındaki bağlantının çok zayıf olduğunu ve yatırımcıların hisse senedi portföylerinin yerel riskli varlıklara karşı yüksek bir taraflılığa sahip olmasının yerel enflasyondan korunma güdüsü ile açıklanamayacağını belirtmiştir (Cooper ve Kaplanis, 1994, s. 51). Chkioua ve Abaoub (2012) da yerel enflasyondan korunmanın yerel eğilimi açıklamadığını göstermiştir.

Yerel yatırım taraflılığını yerel risklere karşı korunma güdüsü ile açıklayamayan çalışmalar yabancı portföy yatırımlarının yerel yatırımlardan farklı olarak maruz kaldığı diğer maliyetlerin etkisini incelemiştir.

Uluslararası sermaye pazarları modellerinin çoğu uluslararası sermaye pazarı dengesini yerel sermaye pazarı dengesinden farklılaştıran temel faktörün döviz kuru riski olduğunu kabul etmektedir. Yerel taraflılık literatüründe yapılan öncül çalışmalardan başlayarak günümüze kadar yapılan çalışmalarda yerel taraflılık olgusu döviz kuru riski ile açıklanmaya çalışılmıştır. Döviz kurunun yerel taraflılığa etkisini araştıran çalışmalara, yatırımcıların yabancı yatırımların taşıdığı döviz kuru riski nedeniyle yerel yatırımlara yönelerek yerel taraflılık sergiledikleri görüşü hakim olmuştur.

Cooper ve Kaplanis (1994, 1995), yerel taraflılığının nominal döviz kuru riskinden korunmaya çalışan yatırımcılardan kaynaklanmadığını ve nominal döviz kuru hakkındaki belirsizliğin sadece tahvil pazarı işlemleri ile hedge edilebileceğini ifade etmiştir. Wang (2009), reel döviz kuru değişkenliğinin yerel yatırım taraflılığını arttırmasını beklemiş ancak negatif ilişki elde etmiştir. Daly ve Vo (2013), Avusturyalı yatırımcıların hisse senedi yerel taraflılığı ile yatırım yapılan ülkenin döviz kuru riski arasında pozitif olması beklenen ilişkiyi incelemiş ancak analiz sonucunda önemli düzeyde negatif ilişki elde etmiştir.

Fidora ve diğerleri (2007), 40 yatırımcı ülke ile 120 yatırım yapılan ülke verisini kullanarak döviz kuru riskinin ülkeler arasındaki yerel tarafllılık değişiminin %20'sini açıklayabildiğini ortaya çıkardıkları çalışmalarında döviz kuru riskinin tarafllılığa etki eden önemli faktörden biri olduğunu savunmuşlardır. Mishra (2011), Avustralya yatırımcılarının 2001-2007 yıllarında 35 ülkeye olan yabancı yatırımlarında döviz kuru riskinin düşük olduğu ülkeleri tercih ettiği sonucuna varmıştır.

Uluslararası portföy yatırımları literatüründe yabancı yatırımların maruz kaldığı vergi yükü, işlem maliyetleri, sermaye kontrolleri, direkt engeller, bilgi maliyeti ve algı maliyeti... v.b. maliyetler çeşitli şekillerde sınıflandırılmıştır. Sınır ötesi yatırıma uygulanan yasal ve kurumsal engeller, stopaj vergileri, işlem maliyeti gibi maliyetler genellikle ölçülebilir, gözlenebilir, açık veya direkt maliyetler başlığı altında sınıflandırılmıştır. Bilgi maliyeti, algı asimetrisi ve dolaylı olarak maliyet artışı sağlayan sermaye pazarı özellikleri ile ülkelerin ekonomik özellikleri gibi maliyetler ise çoğunlukla ölçülemeyen, örtülü veya dolaylı maliyetler olarak sınıflandırılmıştır.

Algı asimetrisi ifadesi ile, psikolojik faktörlerin yatırımcı tercihinde etkili olması ifade edilmektedir. Baele, Pungulescu ve Horst (2007) algılanan bilgi asimetrisi için algı asimetrisi ifadesini kullanmıştır.

Literatürde yabancı portföy yatırım maliyetlerinin daha farklı şekillerde sınıflandırıldığı da görülmektedir. Örneğin Uppal (1992) çalışmasında yabancı yatırımın yerel yatırımdan farklılaşan tüm maliyetini vergi olarak dikkate almaktadır ve yabancı yatırım vergisine; stopaj vergisini, damga vergisini, muamele-işlem vergilerini, politik risk etkisini ve yatırım yapılan pazara aşına olunmamasından kaynaklanan bilgi maliyetini dahil etmektedir. Karlsson ve Norden (2007), çalışmalarında İsveç emeklilik sisteminde bireysel düzeyde yerel yatırım tarafllılığını inceleyen çalışmalarında bireylerin demografik ve sosyoekonomik özelliklerini rasyonel ve rasyonel olmayan faktörler olarak sınıflandırmışlardır. Beugelsdijk ve Frijns (2010), kültürel faktörlerin yerel ve yabancı tarafllılığa etkisini inceledikleri çalışmalarında işlem maliyeti, sermaye kontrolleri, pazarın hacmi, vergi düzeyi ve ekonomik gelişmeleri yatırım yapılan ülkenin cazipliği kategorisinde değerlendirmişler-

dir. Aynı çalışmada hedef pazarın geçmiş getirisi, riski ve çeşitlendirme fırsatları risk getiri potansiyeli olarak sınıflandırılmış ve benzerlik ile bölgesel ticaret rejimi ayrı bir kategoride yer almıştır.

Yabancı yatırımın net getirisini düşüren ölçülebilir/direkt maliyetlerin hisse senetlerinde yerel tarafllılığa etkisi inceleyen çalışmalar genellikle direkt maliyetlerle yerel tarafllılığın tamamen açıklanamadığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca uluslararası yatırımların maliyet ve engellerinin finansal globalizasyonla birlikte azalmasına rağmen, yatırımcıların portföylerinde hala yerel yatırım tarafllılığına sahip olması, araştırmaları diğer faktörleri incelemeye yönlendirmiştir. Bilgisel aksaklıklar (bilgi maliyeti veya bilgi asimetrisi), yatırımcı tercihini etkileyen davranışsal nedenler ile ülkelerin ekonomik ve finansal özellikleri de uluslararası portföy yatırımlarında eksik çeşitlendirmeye ve yerel tarafllılığa yol açan nedenler olarak analiz edilmiştir.

Yatırımcılar yabancı pazarlara yatırım yaparken bilgisel dezavantaja maruz kalırlar ya da bilgisel dezavantajına maruz kaldıkları yönünde bir algıya sahiptir. Artan globalizasyonla birlikte bilgi maliyetinde yaşanan düşüşlere rağmen devam eden yetersiz çeşitlendirmenin davranışsal (psikolojik veya algısal) faktörlerin sonucu olduğunu ifade eden çalışmalar da bulunmaktadır.

Cooper ve Kaplanis (1994) çalışmalarında gözlemlenen yerel yatırım tarafllılığının enflasyondan korunma güdüsü ile açıklanamadığını, maliyetler ve yatırımcıya uygulanan sınırlamalar ile ise kısmen açıklanabildiğini ve bu sebeple yerel tarafllılığın gerçek ya da algılanan bilgisel farklılıklarla açıklamalarının incelenmesinin gerektiği sonucuna ulaşmışlardır. İndeks fonları gibi ürünler yabancı yatırımın gerçek bilgisel dezavantajını azaltmasına rağmen yatırımcının yerel tarafllılık sergilemesi için yabancı hisse senedi yatırımlarına karşı bir yargıya sahip olması gerektiğini belirtirler. Bu yargı; French ve Poterba (1991, s. 225)'nin belirttiği yerel hisse senetleri hakkındaki rasyonel olmayan iyimserlik, yerel menkul kıymetlerin yerel enflasyona karşı koruma sağladığı şeklindeki yanlış bir inanış ve yatırımcının yerel pazardaki endeks getirisini aşabilme yeteneğine ancak bunu yabancı pazarda başaramayacağına inanması şeklindeki yanlış algısı şeklinde olabilmektedir (Cooper ve Kaplanis, 1994, s. 51).

Uppal (1992), yabancı yatırımlara uygulanan sermaye kontrolünün yerel taraflılığa etkisini tespit etmek amacıyla yaptığı literatür incelemesi ile yabancı yatırıma uygulanan direkt kontrollerin geçmişte önemli olduğu ancak çalışma tarihi itibari ile uluslararası çeşitlendirme eksikliğinin muhtemel sebebi olmadığı sonucuna varmıştır. İşlem maliyetleri veya yabancı yatırımın diğer gözlenebilen maliyetlerinin yatırımcıların portföylerinde bulunduğu yerel varlık tutarının büyüklüğünü açıklamadığı görüşünü desteklemektedir.

Yerel taraflılık literatüründe yabancı yatırımlara ilişkin gerçek ya da algılanan bilgi asimetrisinin yatırımcıları aşına olunan menkul kıymetlere/pazarlara yatırım yapmaya yöneltme durumu “benzerlik” (familiarity) olarak ifade edilmektedir ve taraflılığı etkileyen önemli faktörlerden biri olarak uygulamalı çalışmalara dahil edilmiştir.

Benzerliğin düşük olması yatırımcıların daha yüksek bilgi maliyetine maruz kalmasına ve yabancı yatırımlardan uzaklaşmasına neden olmaktadır. Kang ve Stulz (1997), ABD’li yatırımcıların Japonya’da büyük ve uluslararası tanınırlığı fazla olan üretim firmalarına yatırım yaptığını gözlemiştir. Ayrıca yabancı portföy yatırımcılarının beklenen getirisi yüksek firmalardan çok imalat sektöründeki büyük firmalara ve ihracatı fazla olan daha küçük firmalara yatırım yaptığı sonucuna varmışlardır. Coval ve Moskowitz (1999) ABD’de yatırım fonu yöneticilerinin genel müdürlükleri kendi şehirlerine yakın firmalara yatırım yapmayı tercih ettikleri sonucuna varmıştır. Grinblatt ve Keloharju (2001) Finlandiya’da yatırımcıların aynı dil ve kültürel geçmişi paylaştıkları ve coğrafi olarak daha yakın oldukları firmalara yatırım yapmayı tercih ettiklerini bulmuşlardır. Bu gözlemler yatırımcıların aşına olmadıkları menkul kıymetlere yatırım yapmaya isteksiz olduklarını teyit etmektedir.

Merton (1987), rasyonel yatırımcıların hakkında bilgi sahibi oldukları menkul kıymetlere yatırım yaptığını savunmuştur. Bu şekilde davranan yatırımcıların aşına oldukları yabancı menkul kıymetlere yatırım yapması beklenmektedir (Daly ve Vo, 2013).

French ve Poterba (1991) uluslararası yatırımlarda çeşitlendirme eksikliğinin kurumsal sınırlamalardan çok yatırımcı tercihlerinin bir sonucu olduğunu sa-

vunmaktadırlar. Yazarlara göre sermaye kontroleri, vergi yükü, işlem maliyetleri ve direkt engeller şeklindeki kurumsal sınırlamalar sınır ötesi hisse senedi yatırımlarının düşük düzeyini açıklamada yetersizdir çünkü inceleme döneminin uluslararası portföy yatırım düzeyi herhangi bir kurumsal sınırlamanın oldukça altındadır. Yazarlar yerel taraflılığı, yerel yatırımcıların yerel menkul kıymetler hakkında yabancı yatırımcılardan daha iyimser olduklarını ve yabancı sermaye yatırımcılarının yatırım yapılan ülkenin yerel yatırımcılarına göre kendilerini bilgisel dezavantajda algıladıkları ve sonuç olarak getiri beklentilerini düşürdükleri varsayımı ile açıklamaktadır. Ayrıca yazarların belirttiği diğer önemli davranışsal görüş hisse senedi pazarındaki risk algısıdır. Yazarlar yatırımcıların farklı yatırımların riskini sadece getirilerin standart sapmasına göre değerlendirmeyebildiklerini ve hakkında daha az bilgi sahibi oldukları için yabancı yatırımlara ekstra risk yükleyebildiklerini savunurlar.

Uppal (1992)’ da çalışmasında uluslararası çeşitlendirmeyi engelleyen önemli bir faktörün yabancı varlıklara aşına olmama durumu olduğunu ifade etmiştir. Yazara göre; yatırımcılar yabancı varlık yatırımının analizine yerel hisse senetlerine göre daha fazla kaynak ayırmaları gerektiğini düşünürse yeterli düzeyde yabancı çeşitlendirme yapamazlar. Bu maliyetler gerçek ya da algılanan maliyetler olabilmektedir.

Bu sonuçlar, uluslararası sermaye pazarlarının sadece uluslararası portföy yatırımlarının maliyet ve sınırlamaları ile bölünmediği bir de diğer bilgisel eksiklikler ile bölünmüş olduğunu, yatırımcıların yabancı pazarlara yatırım yaparken bilgisel dezavantaja ya da bilgisel dezavantajda oldukları yönünde bir algıya sahip olabileceği görüşünü desteklemektedir.

Yerel taraflılığın yatırımcının algı, inanç ve değerleri ile yani davranışsal nedenlerle oluştuğunu savunan teorik çalışmalar yanı sıra son yıllarda ülkeler arasındaki kültürel farklılıkların etkisini uygulamalı olarak inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır.

Anderson, Fedenia, Hirschey ve Skiba (2011), 2006 yıl sonu itibari ile 60 ülke yatırım kuruluşunun 80 ülkeye yaptığı yaklaşık 37.000 fon portföy yatırımlarını incelediği çalışmasında, bir top-

lumun kültürünün ve iki pazar arasındaki kültürel mesafenin yabancı yatırım tarafllılığını açıklamada önemli bir rolü olup olmadığı araştırmıştır. Analiz sonucunda kültürün uluslararası varlık dağılımında etkisi olduğu, belirsizliği önleme düzeyinin yabancı yatırımı negatif, bireyselliğın ise yabancı pazarlara yatırımı pozitif yönde etkilediği, kültürel uzaklığın ise yabancı yatırım kararını negatif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır (Anderson ve diğerleri, 2011, s. 916).

Beugelsdijk ve Frijns (2010), çalışmasında 1999-2000 yıllarında 48 ülkeye yatırım yapan 26 ülkenin yatırım fonunun uluslararası varlık dağıtımında kültürün etkisini incelemiş ve yabancı tarafllılıkta kültürün rolü olduğu sonucuna varmışlardır. Belirsizliği önleme düzeyi yüksek olan ülkelerin yabancı pazarlara daha az kaynak dağıttığı, bireyselliği yüksek olan ülkelerin ise yabancı pazarlara daha fazla kaynak ayırdığı bulgusu elde edilmiştir.

Tarafllılığın nedenlerini araştıran çalışmalar, sadece benzerlik veya kültürel faktörler gibi tek faktörün etkisi üzerinde yoğunlaşsalar da yatırım yapan ve yatırım yapılan ülkenin ekonomik, finansal, politik ve yasal çevre özelliklerine de çalışmalarında yer vererek bu faktörlerin tarafllılığa etkilerini incelemişlerdir. Bu kapsamda ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeyi, yabancı portföy yatırımlarını etkileyen çeşitli yasal düzenlemeleri, sermaye pazarlarının gelişmişlik düzeyi, kurumsal yapısı ve risk-getiri potansiyeli gibi uluslararası portföy yatırımlarını etkileyen faktörler de yerel tarafllılık literatüründe incelenen belirleyicilerdendir.

Diyarbakırlıoğlu (2011), 2006 yılı CPIS raporlarında yabancı hisse senedi yatırımı toplam payı %80 ve piyasa kapitalizasyonları payı %85 olan 36 ülkeden oluşan örneklem üzerinde yerel yatırımcının ülke düzeyinde yerel yatırım tarafllılığı ve portföy dağılımında yabancı ülke yatırım tarafllılığının nedenlerini incelemiştir. Bu çalışmada gözlenen yerel tarafllılık oranlarında %36 ile %100 aralığında önemli bölgesel değışim olduğu tespit edilmiştir. Yazar, ülkeler arasında yerel sapmalarındaki bu farklılıkların kişi başına GDP ile bağlantılı olduğunu, yerel sapma oranları ve ülkelerin kişi başına GDP'leri arasındaki korelasyonun -0,85 olduğunu belirtmiştir (Diyarbakırlıoğlu, 2011, s. 327). Zhu ve Yang (2008), kişi başına düşen millî gelirin bir ülkenin gelişmişliğinin en önemli göstergesi olduğunu belirtmiştir (Zhu & Yang, 2008, s. 137).

Dahlquist, Pinkowitz, Stulz ve Williamson (2003), ABD yatırımcılarının 1997 yılında 51 ülkedeki yabancı varlık yatırımları üzerinde kurumsal yönetimin etkisini incelemiştir. Yazarlara göre kurumsal yönetim ve yatırımcı portföyü arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır ve zayıf kurumsal yönetim yetersiz yabancı yatırımının ana belirleyicisidir. Uluslararası yatırım engellerinin kalkması yerel tarafllılığı ortadan kaldırmaz, yerel tarafllılığın ortadan kalkması için ülkeler arasında yatırımcı haklarını koruma düzenlemelerinin gelişmesi gerekmektedir. (Dahlquist ve diğerleri, 2003, s. 87, s. 109). Wang (2009) çalışmasında Dahlquist ve diğerleri (2003)'ni destekleyerek zayıf kurumsal yönetimi olan ülkelere karşı daha fazla yerel tarafllılık gösterildiğini bulmuştur.

Finansal pazarların entegrasyonunun yabancı hisse senedi yatırımları üzerinde kalan kurumsal bariyerleri ortadan kaldırması, uluslararası işlem maliyet ve komisyonlarını önemli düzeyde düşürmesi, bilgi değışimini kolaylaştırması ve ölçülebilirliği düşük olan psikolojik faktörleri etkilemesi beklenmektedir. Küreselleşme sürecinin ve bölgesel ekonomik entegrasyonun, sınır ötesi hisse senedi ticaretine, işlem maliyetlerine, bilgisayar ve algısal asimetrilere olan etkisi ile yerel tarafllılığın potansiyel nedenlerini de azaltacağı düşünülmektedir. Baele, Pungulescu ve Horst (2007), çalışmalarında 25 ülke için hesapladıkları hisse senedi tarafllılığının düştüğü ve bu düşüşün küreselleşme ve bölgesel entegrasyon ile ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlar ancak yerel tarafllılığın zamanla düşmesine rağmen hala önemli bir tartışma konusu olduğunu da belirtmişlerdir.

3. EKONOMETRİK ANALİZ

Çalışmanın önceki bölümlerinde uluslararası portföy yatırımlarında yerel menkul kıymetlere aşırı ağırlık verme durumu olan yerel yatırım tarafllılığının literatürdeki yeri teorik olarak tartışılmış ve tarafllılığa etki eden faktörler konusunda daha önce yapılan ampirik çalışmalara yer verilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde ise, Türk yatırımcılarının 2010 yılında uluslararası hisse senedi yatırımlarında ülke bazında sergiledikleri yerel yatırım tarafllılıklarının nedenleri istatistiksel olarak ortaya konulmaya çalışılacaktır.

3.1. Araştırmanın Kapsamı ve Kısıtları

Yerel finansal varlık bulundurmada yerel yatırım taraflılığı global finansal pazarlarda tamamen açıklanamayan önemli bir olgudur. Türk yatırımcılarının yatırım kararlarında yerel varlıklara eğilimli davranmasının nedenini inceleyen yeterli çalışmaya rastlanılmamıştır. Yerel yatırımcıların optimal portföylerden uzaklaşma nedenlerinin belirlenmesinin, yatırımcıların refahını etkileyen yerel yatırım taraflılıklarının azaltılması açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Bu çalışmada hisse senedi yerel taraflılığının nedenlerinin Türk yatırımcıları açısından incelenmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede Türk yatırımcılarının yabancı hisse senedi yerel taraflılığının 2001-2010 yılları arasındaki 10 yıllık gelişimi belirlenmiş ve 2010 yılında hisse senedi yatırımı yapılan 20 hedef ülkeye göre belirlenen yerel taraflılıkların nedenleri araştırılmıştır.

Türk yatırımcısının hisse senedi yatırımı yaptığı ülkelerle olan yerel yatırım taraflılığının nedenlerini belirleyebilmek için öncelikle hangi ülkelere yatırım yapıldığı belirlenmiştir. Türkiye'nin ülke bazında sınır ötesi hisse senedi yatırım verileri Uluslararası Para Fonunun (International Monetary Fund [IMF]) Eşgüdümlü Portföy Yatırım Anketi (Coordinated Portfolio Investment Survey [CPIS]) raporlarından elde edilmiştir.

Türkiye'nin 2001-2010 yılları arasında en az bir dönem yatırım yaptığı ülkeler arasından yatırım tutarı en az bir dönem 500.000 doların üzerinde olan 20 ülke örnekleme dahil edilmiştir. Yatırım tutarı kısıtını sağlamasına rağmen Cayman Adaları, negatif taraflılık (optimal düzeyden fazla yatırım yapma) ve kayıp verileri nedeniyle finans merkezlerini dışarıda bırakan literatürle uyumlu olarak örneklem dışında tutulmuştur.

Yatay kesit gözlem sayısı yüksek olmamasına rağmen değişken sayısının yüksek olması çalışmanın kısıtlarındandır. Örneklemede yer alan ülkeler ekonomik, finansal, coğrafi, kültürel, siyasi ve kurumsal yönetim açısından farklılıkları olan ülkelerdir. Uluslararası yatırımı etkileme yönünden ülkelerin farklılıkları 7 açıklayıcı değişken ile sayısal olarak ifade edilmeye çalışılmıştır.

3.2. Araştırmanın Yöntemi

Türkiye'nin 2010 yılında hisse senedi yatırımı yaptığı 20 ülkeye göre hesaplanan yerel yatırım taraflılığı analizin bağımlı değişkenidir. Hedef ülkelere yapılan yabancı yatırım maliyetini etkileyen faktörler ise açıklayıcı değişkenlerdir. Ülkeler bazında gözlemlenen yerel taraflılıkları etkileyen faktörleri test etmek için kurulan model aşağıda yer almaktadır.

$$YYT_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i$$

YYT_i , Türk yatırımcılarının i ülkesine göre yerel taraflılık oranını ifade etmektedir.

X_i Türk yatırımcısının yerel taraflılığının belirleyicileri olan açıklayıcı değişkenler vektörünü ifade etmektedir.

Çalışmada yerel taraflılık belirleyicilerini analiz etmek için geliştirdiğimiz model aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

$$YYT_i = f(\text{Direkt maliyetleri, Benzerlik, Sermaye Pazarı Gelişimi})$$

Yerel taraflılık ölçümü (3.2.1. bölümde açıklanacaktır) ile açıklayıcı değişkenler vektörü göstergeleri (3.2.2. bölümde açıklanacaktır) olan işlem maliyeti, sermaye kontrolü, karşılıklı ticaret, mesafe, piyasa değeri, dünya kapitalizasyon payı ve likidite arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde analiz edilmiştir.

$$YYT_i = \alpha + \beta_0(\text{Islem}) + \beta_0(\text{Kontrol}) + \beta_0(\text{Ticaret}) + \beta_0(\text{Mesafe}) + \beta_0(\text{Piyasa}) + \beta_0(\text{Kap}) + \beta_0(\text{Likidite}) + \varepsilon_i$$

Çalışmanın yatay kesit verilerine yatay kesit analizi uygulanmıştır. Analizin modeli değişen varyansla tutarlı White standart hataları ile en küçük kareler tahmincisi ile tahmin edilmiştir.

Yerel yatırım taraflılığı literatüründe yatay kesit veya panel verilere genellikle White standart hataları ile en küçük kareler (EKK) uygulandığı yanı sıra ver setinin özelliğine göre sınırlı bağımlı değişkenli modellerden tobit, logit ve probit modellerinin uygulandığı görülmüştür. Ahearne ve diğerleri (2004), Chan ve diğerleri (2005), Portes ve

Rey (2005), Mishra (2008), Mishra (2011), Daly ve Vo (2013) çalışmalarında White Tahmincisinin kullanmıştır.

3.2. Araştırmanın Veri Seti

Türkiye'nin 2010 yılında 20 hedef ülkeye yaptığı hisse senedi yatırımlarında gözlenen yerel yatırım tarafllılığı, analizin bağımlı değişkenidir. Türk yatırımcılarının yabancı hisse senedi yatırımlarında etkisi araştırılan 3 faktörü temsil eden 7 değişken, regresyon analizinin bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır.

3.2.1. Yerel Tarafllılık Ölçümü

Yerel hisse senedi yatırım tarafllılığı oranı, bir ülkenin yatırımcılarınca tutulan toplam hisse senedi portföyünün dünya pazarında olması gereken optimal orandan ne düzeyde saptığını göstermektedir. Yerel tarafllılık çalışmalarında uluslararası portföylerde optimal ağırlıklar genellikle Uluslararası Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (ICAPM) varsayımlarına göre belirlenmektedir. Geleneksel ICAPM modelinde, riske göre düzeltilen getirileri maksimize etmek için yatırımcıların dünya portföyü içinde ülkelerinin piyasa kapitalizasyonuna göre kendi ülkelerinin hisselerini tutmaları gerekmektedir. Bir başka ifade ile ICAPM modelinde bir ülkenin optimal portföy ağırlığı, ilgili ülkenin piyasa kapitalizasyon payı ile belirlenmektedir (Baele, Pungulescu ve Horst, 2007; Mishra, 2008; Daly ve Vo, 2013).

Bu çalışmada optimal portföy yatırımı tutarı ICAPM gösterge alınarak belirlenmiştir. Türk yatırımcılarının i ülkesine göre hisse senedi yerel yatırım tarafllılığı, Türk yatırımcısının i ülkesindeki fiili yatırım tutarı ile i ülkesinin optimal yatırım tutarı arasındaki farktır.

$$YYT_i = 1 - ACT_i / OPT_i$$

YYT_i = i ülkesine göre Türkiye'nin yerel tarafllılığı

ACT_i = i ülkesine yapılan fiili yatırım tutarı

OPT_i = i ülkesine ICAPM'e göre yapılması gereken optimal yatırım tutarı

Türkiye'nin hisse senedi yatırımlarında toplam

bazda yerel tarafllılık oranı belirlenirken yabancı hisse senetlerine yapılan fiili yatırım tutarı ve optimal yatırım tutarı farkı hesaplanmıştır.

$$YYT = 1 - \sum ACT_i / \sum OPT_i$$

YYT = Türkiye'nin yerel tarafllılığı

$\sum ACT_i$ = Türk yatırımcıların yabancı yatırım toplamı

$\sum OPT_i$ = Türk yatırımcılarının optimal yabancı yatırım tutarı

Yatırımcının yerel menkul kıymetlerde portföy payı o ülkenin dünya portföyündeki payına eşitse tarafllılık yoktur yani yerel tarafllılık sıfıra eşittir. Yatırımcı sadece yerel menkul kıymete yatırım yaparsa tam tarafllılık vardır, yani yerel tarafllılık bire eşittir.

Türkiye'nin hisse senedi yatırımlarında ICAPM'e göre yerel yatırım tarafllılığını inceleyen bu çalışmada, 2001-2010 yılları arasındaki 10 yıllık dönem için tarafllılık hesaplanmıştır. Ülkelerin piyasa kapitalizasyonu verisi Dünya Bankası verilerinden elde edilmiştir.

Türk yatırımcısının yerel hisse yatırımı, toplam hisse senedi yatırım tutarından yabancı hisse senedi yatırım tutarı çıkarılarak bulunmuştur. Türkiye'de yerleşik yatırımcıların toplam hisse senedi portföy yatırım tutarı ise yerel ve yabancı hisse senetlerine yapılan yatırım tutarları toplamından Türkiye'de yerleşik olmayanlarca yerel varlıklara yapılan yatırım tutarı düşülerek elde edilmiştir. Türk yatırımcısının toplam ve yerel hisse senedi yatırım tutarı aşağıdaki eşitlikler ile ifade edilebilir.

Türk yatırımcısının toplam hisse senedi yatırımı = Toplam hisse senedi kapitalizasyonu – yerel hisse senetlerine yabancı yatırım + Türk yatırımcılarının yabancı hisse senedi yatırımı

Türk yatırımcısının yerel hisse yatırımı = Toplam hisse senedi yatırımı - Türk yatırımcılarının yabancı hisse senedi yatırımı

Türkiye'de ihraç edilen hisse senetlerine yapılan yabancı yatırım tutarı ve yatırımcılarının yaban-

cı hisse senetlerine yaptığı yatırımı tutarı Merkez Bankasının Uluslararası Yatırım Pozisyonu Verilerine göre belirlenmiştir. Varlık kalemindeki hisse senedi yatırımı Türk yatırımcısının yabancı yatı-

rım tutarını, yükümlülük kalemlerindeki hisse senedi borcu ise Türkiye’de ihraç edilen hisse senetlerine yabancılarca yapılan yatırımı ifade etmektedir.

Tablo 1: Türkiye’nin 2001-2010 yılları boyunca hisse senedi yerel yatırım tarafılığı

Yıl	Dünya Kapitalizasyonu	Türkiye Kapitalizasyonu	Kapitalizasyon Payı	Toplam Portföy Yatırımı	Yerel hisse yatırımı	Yabancı hisse yatırımı	Yerel Yatırım Tarafılığı
2001	27,906,268	47,150	0.17	41,568	41,515	53	99.87228
2002	23,509,266	33,958	0.14	30,553	30,508	45	99.85250
2003	32,036,192	68,379	0.21	59,493	59,425	68	99.88546
2004	38,112,912	98,299	0.26	82,282	82,158	124	99.84891
2005	43,209,736	161,537	0.37	128,253	128,150	103	99.91939
2006	53,317,498	162,399	0.30	128,748	128,583	165	99.87145
2007	64,471,812	286,572	0.44	222,464	222,371	93	99.95801
2008	34,871,853	117,930	0.34	94,808	94,734	74	99.92168
2009	47,380,718	225,735	0.48	178,722	178,487	235	99.86788
2010	54,164,794	306,662	0.57	245,563	245,165	398	99.83700

Not: Tablo 1, Türkiye’nin 2001-2010 yılları arasındaki yerel hisse senedi portföy yatırımlarındaki yerel tarafılığın ve hesaplamada kullanılan verilerin gelişimini göstermektedir. Tutarlar milyon doları ifade etmektedir. Dünya kapitalizasyon oranı ve yerel yatırım tarafılığı ise yüzde (%) değerlerdir.

Tablo 1’de görüldüğü gibi Türkiye sermaye piyasasının dünya sermaye pazarı payı %1’in altında olup 2010 yılında % 0,6’ya yaklaşmıştır. Uluslararası sermaye varlıkları fiyatlandırma modeline göre Türkiye’nin toplam portföy yatırımı içinde yerel hisse senetlerinde bulundurması gereken optimal yatırım payı %1 in altında iken incelenen yıllarda %99’un üzerindedir.

Türk yatırımcısının 2010 yılında portföy yatırımı yaptığı ülkeler arasından belirlenen 20 hedef ülkenin her biri için yerel tarafılık oranları belirlenerek Türkiye’nin hisse senedi yatırımlarında yerel tarafılığının nedenlerinin araştırılmasına olanak sağlanmıştır.

Türkiye’nin ülke bazında sınır ötesi hisse senedi yatırım verileri CPIS’in bireysel ekonomilere ilişkin yatırımların raporlandığı tablolarından “Reported Portfolio Investment Assets by Economy of Nonresident Issuer” başlıklı tablodan yararlanılmıştır. Bu tabloda seçilen ülkenin ihraç ettiği menkul kıymetlere, hisse senedi, borç senetleri ve borç senetleri vade ayırımı yapılarak, yabancı yatırımcılarca yapılan yatırım tutarı ülke bazında raporlanmıştır.

CPIS birçok ülkenin yabancı portföy yatırım tutarı hakkında, ihraç eden ülke açısından, veri sağlamaktadır. IMF ilk CPIS araştırma raporunu 29 ülkenin katılımı ile 1997 yılında, ikicisini 69 ülkenin katılımı ile 2001 de oluşturmuştur. 1998-2000 döneminde düzenlenmeyen araştırma 2001 yılından buyana yıllık olarak raporlanmaktadır. Güncel raporlar bazı offshore ve finans merkezlerini de içeren 240 katılımcı ülke ve finans merkezini içermektedir.

CPIS verilerine göre Türkiye’nin 2001-2010 yılları arasında en az bir dönem yatırım yaptığı 49 ülke bulunmakta olup yatırım tutarı en az bir dönem 500.000 doların üzerinde olan 20 ülke incelemeye dahil edilmiştir. Örneklemeye dahil edilecek ülke seçiminde 10 yıllık dönemin yatırım tutarı dikkate alınmış ancak analiz sadece 2010 yılı için yapılmıştır. Bundan dolayı 2010 yılında yatırım yapılmayan ya da yatırım tutarı 500.000 dolar (0.5 milyon dolar) altında olan ülkelere de örneklemeye yer verilmiştir. Türkiye’nin 2010 yılında yabancı hisse senedi yatırım tutarı 369.9 milyon dolar olup örneklemeye dahil edilen 20 ülkeye yapılan hisse senedi portföy yatırımı toplam tutarın %99,3’ünü oluşturmaktadır. 2010 yılı dünya kapitalizasyonu

54,2 trilyon dolar iken örneklemin kapitalizasyonunu % 63,74'ünü oluşturmaktadır. 34,5 trilyon dolar ile dünya kapitalizasyonunun

Tablo 2: Türkiye'nin 2010 yılında ülke bazında yerel tarafılık oranları

Hedef Ülke	Kapitalizasyon Tutarı (milyon dolar)	Portföy Yatırımı	Kapitalizasyon Payı % (optimal)	Portföy Payı % (fiili)	Yerel Yatırım Tarafılığı
ABD	17,138,978.0	105.9	31.64	0.04314	0.99864
Almanya	1,429,706.7	111.4	2.64	0.04538	0.98281
Bahreyn	20,429.3	1.2	0.04	0.00049	0.98703
Belçika	269,341.8	0.1	0.50	0.00003	0.99995
Fransa	2,428,572.0	2.9	4.48	0.00118	0.99974
Hollanda	661,203.7	0.1	1.22	0.00003	0.99997
İngiltere	3,107,037.9	35.1	5.74	0.01430	0.99751
İrlanda	60,449.3	0.5	0.11	0.00020	0.99823
İsviçre	1,229,356.5	0.2	2.27	0.00009	0.99996
Japonya	4,099,591.0	0.0	7.57	0.00000	1.00000
Kanada	2,160,228.7	2.3	3.99	0.00094	0.99977
Kazakistan	60,742.0	0.0	0.11	0.00000	1.00000
Kuveyt	119,621.0	0.1	0.22	0.00003	0.99987
Lüksemburg	101,127.6	105.8	0.19	0.04307	0.76929
Malezya	410,534.1	0.5	0.76	0.00020	0.99973
Pakistan	38,168.6	0.0	0.07	0.00000	1.00000
Portekiz	81,996.0	0.0	0.15	0.00000	1.00000
Romanya	32,384.9	0.1	0.06	0.04586	1.00000
Rusya	1,004,524.8	0.7	1.85	0.00027	0.99986
Yunanistan	72,638.9	0.6	0.13	0.00026	0.99807
Toplam	34,526,632.8	367.4	63.74	0.20	

Not: Türkiye'nin en az bir yıl 500.000 dolar ve üzerinde yatırım yaptığı 20 ülkenin 2010 yılına ait verilerinin raporlandığı tabloda tutarlar milyon doları ifade etmektedir. Ülkelerin kapitalizasyon payı, Türkiye'nin portföy yatırımı içinde ilgili ülkenin alması gereken pay, yani ilgili ülkeye yapılacak optimal yatırım oranıdır. Portföy payı, 2010 yılı CPIS verilerinde hedef ülkeye yapılan gerçek yatırımın oranıdır ve hedef ülkenin yerel tarafılık oranında fiili yatırım oranı olarak dikkate alınmaktadır. Yerel tarafılık oranı $YYT_i = 1 - ACT_i / OPT_i$ formülü ile hesaplanmıştır.

3.2.2. Yerel Tarafılığını Etkileyen Faktörler

Türkiye'nin hedef ülke bazında yerel hisse senedi yatırım tarafılığının nedenlerini araştıran bu çalışmada direkt maliyetler, benzerlik ve sermaye pazarı gelişim düzeyi faktörlerinin etkisi incelenmiştir.

3.2.2.1. Direkt Maliyetler

Literatürdeki çalışmalarla uyumlu olarak (Ahearne ve diğerleri, 2004; Mishra, 2008; Daly ve Vo, 2013) işlem maliyetleri ve sermaye kontrolleri di-

rekt maliyetler olarak dikkate alınmıştır.

3.2.2.1.1. İşlem Maliyeti

Yatırımcılar genellikle maliyetlerin minimum olduğu ülkelere yatırım yapmayı ve yüksek işlem maliyeti olan ülkelerin hisselerini portföylerine dâhil etmemeyi tercih etmektedirler. Glassman ve Riddick (2001) ve Warnock ve Cleaver (2002) işlem maliyetinin yerel tarafılığa yol açan temel faktör olduğunu belirtmişlerdir (Daly ve Vo, 2013).

Buna rağmen portföy yerel eğilimi literatüründe en az otuz yıldır tartışma konusu olan işlem maliyetinin etkisinin önemli olmadığını gösteren çalışmalarda işlem maliyetlerinin gözlenen yerel eğilimi açıklayabilecek kadar yüksek olmadığı ortaya koyulmuştur (French ve Poterba,1991; Cooper ve Kaplanis,1986). Uppal (1992) uluslararası pazarlarda işlem yapmanın maliyetinin düşük olduğunu, genellikle yerel ve yabancı yatırımcılar için işlem maliyetinin önemli düzeyde farklılaşmadığını ve düşük işlem maliyeti etkisinin de yatırımcının portföyünü yerel varlıklara doğru değil düşük işlem maliyetli pazarlara yönlendirmek şeklinde olduğunu belirtmektedir. Tesar ve Werner (1995), sınır ötesi sermaye akışının hacminin ve yabancı hisse senetleri işlem görme oranının yerel pazarlara göre yüksek olmasının değişken işlem maliyetinin yerel taraflılık için bir gerekçe olma ihtimalini zayıflatmış savunmuştur.

Wincoop ve Warnock (2010) çalışmalarında portföy yerel taraflılığında işlem maliyetinin etkisini genel denge modellerinin varsayımları kapsamında incelemişlerdir. Çalışma sonucunda reel döviz kuru riskini hedge etmenin etkili olmadığını, işlem maliyetinin yerel taraflılığı açıklama gücünün ise net olmadığını sonucuna varmışlardır.

İşlem maliyetinin yerel taraflılığı açıklamada yetersiz olmasından ve veri tedarikinin maliyetli olmasından dolayı uygulamalı çalışmaların güncel olmayan işlem maliyeti verilerini kullandıkları gözlenmiştir. Çalışmalar genellikle Domowitz, Glen ve Madhavan (2001)'nin 42 ülkenin hisse senedi getirileri üzerinde likidite, işlem maliyeti ve değişkenliğinin etkisini inceledikleri çalışmalarında kullandıkları işlem maliyeti verilerini dikkate almaktadır. Domowitz, Glen ve Madhavan (2001)'nin çalışmalarında Elkins-McSherry firmasının 1996-1998 yılları verisi kullanılmaktadır. Yazarlar işlem maliyetini; komisyon, ücret ve pazar etkili maliyetlerin toplamı olarak, ticaret değerinin yüzdesi şeklinde kullanmışlardır. 1991 yılında kurulan Elkins-McSherry firması dünyadaki en büyük emeklilik fonları, yatırım yöneticileri, banka ve aracı kurumların bir çoğu için global işlem maliyetlerini ticaret değerine olan yüzde şeklinde (baz puan) raporlamaktadır. İlk değişken olan işlem maliyeti (işlem) Domowitz, Glen ve Madhavan (2001) verileri dikkate alınarak belirlenmiştir ve bu değişkenin yerel taraflılıkla pozitif ilişkili olması beklenmektedir.

3.2.2.1.2. Sermaye Kontrolü

Son yıllarda birçok ülke sınır ötesi kontrolleri kaldırmasına ve sermaye hareketleri sınırlamalarını azaltmasına rağmen bazı ülkeler hala yabancı hisse senedi yatırımlarına ve uluslararası sermaye akımlarına sınırlama uygulamasına devam etmektedir.

Uppal (1992) yabancı yatırıma uygulanan direkt kontrollerin geçmişte önemli olduğunu ancak inceleme tarihi itibari ile kontrollerin uluslararası çeşitlendirme eksikliğinin muhtemel sebebi olmadığını belirtmektedir. Cooper ve Kaplanis (1994) ise yatırımcıya uygulanan sınırlamaların yerel taraflılığı kısmen açıklayabildiğini, uluslararası yatırım engellerinin uluslararası çeşitlendirme çekiciliğini sınırlayan önemli faktörler olmadığını ifade etmektedir.

Sermaye sınırlamalarının yerel taraflılığa etkisini inceleyen uygulamalı çalışmalar sermaye sınırlamalarının yoğunluğunu ülkeler arası ölçen geniş kabul gören bir ölçümün eksikliği engeli ile karşılaşmaktadırlar (Ahearne ve diğerleri, 2004). Buna rağmen literatürde sermaye kontrolünün ölçümü olarak genellikle Uluslararası Para Fonunun (IMF) Döviz Kuru Düzenlemeleri ve Döviz Kuru Sınırlamaları (AREAER- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction) raporundan faydalanan ölçümlerden yararlanılmaktadır (Daly ve Vo, 2013).

Chan ve diğerleri (2005), Beugelsdijk ve Frijns (2010) ve Ferreira ve Miguel (2011)'in çalışmalarında olduğu gibi bu çalışmada da sermaye kontrolü değişkeninin göstergesi olarak Ekonomik Serbestlik Ağı (Economic Freedom Network -www.freetheworld.com) indeksinin sermaye kontrolleri verisi kullanılmıştır. Bu indeks ülkelerin ekonomik özgürlüklerini hükümetin büyüklüğü, yasal sistem ve mülkiyet hakları, parasal güvenlik, uluslararası ticaret serbestliği ve düzenlemeler olmak üzere 5 ana kategoride göre 0 ila 10 arasında derecelendirmektedir. Yüksek puanlama ekonomik özgürlük düzeyinin yüksek olduğunu göstermektedir. Uluslararası ticaret serbestliği sınıfında yer alan sermaye kontrolleri, ülkeleri IMF'nin AREAER raporunun uluslararası sermaye kontrollerine ilişkin 13 kriterine göre derecelendirmektedir.

Sermaye kontrolünün (kontrol) artmasının yerel taraflılığı arttırması yani ilişkinin pozitif olması

beklenmektedir. Ancak gösterge indeksinin derecelendirme sisteminden dolayı regresyon ilişkisinin negatif olması, değişkenler arasındaki pozitif ilişkiyi ifade etmektedir.

3.2.2.2. Benzerlik

Yatırımcılar yabancı pazarlara yatırım yaparken bilgisel dezavantaja maruz kalırlar ya da bilgisel dezavantajda oldukları yönünde bir algıya sahip olurlar. Yerel tarafılık literatüründe yabancı yatırımlara ilişkin gerçek ya da algılanan bilgi asimetrisinin yatırımcıları aşına olunan menkul kıymetlere/pazarlara yatırım yapmaya yöneltme durumu “benzerlik” (familiarity) olarak ifade edilmektedir ve tarafılığını etkileyen önemli faktörlerden biri olarak uygulamalı çalışmalara dahil edilmektedir.

Yatırımcı portföyünde yerel tarafılık açıklamalarından biri olan bilgi maliyeti, pazara daha az aşına olan yatırımcıların daha yüksek bilgi maliyetine maruz kalmasına ve yabancı yatırımlardan uzaklaşmalarına neden olmaktadır (Chan ve diğerleri, 2005). Hakkında bilgi sahibi oldukları menkul kıymetlere yatırım yapan rasyonel yatırımcıların aşına oldukları yabancı menkul kıymetlere yatırım yapması beklenmektedir (Daly ve Vo, 2013).

Portes ve Rey (2005), Coval ve Moskowitz (1999) ve Grinblatt ve Keloharju (2001) benzerliğin yatırımcının hisse senedi yatırım tercihinde önemli bir rolü olduğunu göstermiştir.

Uluslararası yatırımların gerçek ya da algılanan bilgi maliyetini, yani benzerlik değişkenini modellemek oldukça zordur. Literatürde yerel ve yabancı yatırımlar arasındaki benzerlik genellikle ülkeler arasındaki karşılıklı ticaret düzeyi, coğrafi uzaklık, ülkelerin ortak dil paylaşma durumu, yatırım yapan ülkenin sermaye pazarında yatırım yapılan ülkenin firmalarının kote olma oranı, yatırım yapan ülkenin internet kullanma düzeyi gibi göstergelerle ifade edilmektedir.

Bu çalışmada benzerlik değişkeni Türkiye'nin yatırım yaptığı ülkeler ile karşılıklı ticareti ve coğrafi yakınlığı ile temsil edilmektedir.

3.2.2.2.1. Karşılıklı Ticaret

Ticaret, bilgi akışını kolaylaştırarak bilgi asimetrisinin maliyetini düşürmektedir. Mishra (2008),

karşılıklı hisse senedi yatırımının mal ve hizmet ticareti ile ilişkili olduğunu göstermiştir. Araştırmacıya göre ticaret bağlantısı bilgi maliyetinin göstergesi olabilir çünkü ülkeler arasındaki ticaret düzeyi arttıkça yatırımcılar daha düşük maliyetle bilgi elde etmektedir. Örneğin yatırımcılar ticaret aracılığı ile yabancı pazarların yasal düzenlemeleri ve muhasebe standartları hakkında daha fazla bilgiye erişebilmektedir. Chan ve diğerlerine (2005) göre yatırımcılar karşılıklı ticaret aracılığı ile yabancı firmaların ürün ve hizmetlerini takip ederek bu firmalar hakkında bilgi sahibi olabirler ve ürünlerine aşına oldukları yabancı firmalara daha çok güvenirler.

Ticaret değişkeni (ticaret), Chan ve diğerlerinin (2005) çalışmasında olduğu gibi, hedef ülke ile yapılan ihracat ve ithalat toplamının yatırım yapan ülkenin gayri safi milli hasılasına oranlanması ile bulunmuştur. Türkiye'nin örneklemede yer alan 20 ülke ile 2010 yılında yaptığı ticaret tutarı Türkiye İstatistik Kurumunca raporlanan Dış Ticaret İstatistikleri Veri Tabanından elde edilmiştir.

Ticaret (ticaret) değişkeni Türkiye ile yapılan ticaretinin görece önemini göstermekte olup yerel tarafılık üzerinde negatif etkisinin olması beklenir.

3.2.2.2.2. Mesafe

Coğrafi mesafe uluslararası hisse senedi akışını etkileyen benzerlik ya da asimetri düzeyinin göstergesi olarak kullanılabilir (Chan ve diğerleri, 2005). Martin ve Rey (2004) ve Portes ve Rey (2005), Coval ve Moskowitz (1999) coğrafi mesafenin bilgi maliyetinin iyi bir göstergesi olduğunu göstermiştir (Daly ve Vo, 2013). Beugelsdijk ve Frijns (2010), (Daly ve Vo, 2013) ve Diyarbakırlıoğlu (2011)'nin çalışmalarında olduğu gibi çalışmaya ülkeler arasındaki coğrafi mesafe değişkeni dahil edilmiştir. Türkiye'nin başkenti ile yatırım yapılan ülkenin başkenti arasındaki kilometre birimi ile uzaklığının logaritması açıklayıcı değişken olarak dahil edilmiştir. Mesafe değişkeninin (mesafe) yerel tarafılık üzerinde pozitif etkisinin olması beklenmektedir.

3.2.2.2.3. Sermaye Pazarı Gelişimi

Diğer faktörler eşitken, yatırımcılar likiditesi yüksek ve işlem maliyeti düşük olan daha gelişmiş

sermaye pazarlarına yatırım yapma eğilimindedir (Chan ve diğerleri, 2005). Sermaye pazarının gelişmişliği ile yabancı yatırım düzeyi arasında ilişki kurulmaktadır. Sermaye pazarının gelişmişliğinin bir çok göstergesi bulunmakta olup bu çalışmaya sermaye pazarının büyüklüğüne ilişkin iki gösterge ile likiditesine ait bir gösterge dahil edilmiştir. Her üç değişkenin de yerel taraflılığı negatif etkilemesi beklenmektedir.

3.2.2.3.1. Büyüklük

Yerel hisse senedi yatırım taraflılığını negatif etkilemesi beklenen sermaye piyasasının büyüklüğü göstergesi olarak literatürde iki göstergenin kullanıldığı görülmüştür. Chan ve diğerleri (2005) ile Beugelsdijk ve Frijns (2010) çalışmalarında büyüklük göstergesi, ülkenin sermaye pazarı kapitalizasyonunun brüt yurtiçi hasılasına oranı olarak dikkate alınmıştır. (Daly ve Vo, 2013), Ahearne ve diğerleri (2004), Mishra (2008) çalışmalarında sermaye piyasası kapitalizasyonunun dünya kapitalizasyonu içindeki oranını büyüklük göstergesi olarak kullanmıştır. Bu çalışmaya her iki büyüklük göstergesi de dahil edilmiştir.

3.2.2.3.1.1. Piyasa Değeri

Büyüklük değişkeni her ülkenin hisse pazarının görece büyüklüğüdür. Bu ölçü Chan ve diğerleri (2005) ve Beugelsdijk ve Frijns (2010) çalışmalarında olduğu gibi, ülkenin sermaye piyasası kapitalizasyonunun brüt yurtiçi hasılasına oranı olarak dikkate alınmıştır. İlgili veriler Dünya Bankası –Finansal Sektör – Listelenen Firmaların Piyasa Kapitalizasyonu (World Bank –Financial Sector- Market capitalization of listed companies %GDP) verisi aracılığıyla elde edilmiştir. Piyasa değeri (piyasa) değişkeninin yerel taraflılığı negatif etkilemesi beklenmektedir.

3.2.2.3.1.2. Dünya Kapitalizasyon Payı

Martin ve Rey (2004) ve Portes ve Rey (2005), sınır ötesi hisse senedi yatırımlarında ekonomilerin büyüklüğünün önemini göstermişlerdir. Martin ve Rey (2004), talebi yüksek olan varlık fiyatının yüksek olma durumunun uluslararası boyutta bölünmüş pazarlarda pazar büyüklüğü etkisine dönüşeceğini, yani finansal alan büyüdükçe varlık fiyatlarının artacağını teorik olarak göstermiştir.

Portes ve Rey (2005), piyasa kapitalizasyonlarının ve mesafenin varlık dağılımında etkili olduğu sonucuna varmıştır. Yatırım yapılan ülkenin dünya kapitalizasyonu içindeki payı Ahearne ve diğerleri (2004), Mishra (2008) ve (Daly ve Vo, 2013)'ün çalışmalarında kullanılmıştır. Mishra (2008) bu değişkenin uluslararası sermaye varlıkları fiyatlama modelinin, yatırımcıların kendi ülkelerinin piyasa sermayesine göre çeşitlendirme yapmaları gerektiğini varsayımını test ettiğini belirtmektedir.

Dünya kapitalizasyon payı (kap), hedef ülkenin hisse senedi pazarının dünya kapitalizasyonundan aldığı paydır ve yerel taraflılığı negatif etkilemesi beklenir. Ülkelerin sermaye piyasası kapitalizasyon oranları dünya bankası verileri aracılığıyla temin edilmiştir.

3.2.2.3.2. Likidite

Borsaların en önemli fonksiyonlarından biri likidite sağlamalarıdır. Likidite, borsaların performanslarının ölçülmesinde ön plana çıkan ölçütlerden biridir. Likiditeyi, yeni bir bilgi olmadan, bir menkul değeri bir önceki işlem fiyatından çok farklı olmayacak bir fiyattan alabilme veya satabilme olarak tanımlayabiliriz. Likiditede fiyatın devamlılığı veya istikrarı ayrıca pazarın derinliği önemli olup pazara devamlılık ve güven kazandırmaktadır (Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu, s.22).

Bazı yazarlar yabancı yatırımcıların yerel yatırımcılardan dezavantajlı olduğunu bu sebeple yatırımcıların likiditesi yüksek yabancı pazarlara daha fazla yatırım yaptığını belirtir (Domowitz, Glen ve Madhavan, 2001). Chan ve diğerleri (2005) işlem hacminin piyasa kapitalizasyonuna oranı olan işlem görme oranını likidite göstergesi olarak dikkate alırken, Daly ve Vo (2013)'da olarak işlem hacminin milli hasılaya oranını likidite göstergesi olarak dikkate almıştır.

Bu çalışmada, Daly ve Vo (2013)'da olduğu gibi likidite değişkeni göstergesi olarak işlem hacminin ilgili ülke milli hasılasına oranı kullanılmıştır. İlgili veri Dünya Bankası Hisse senedi işlem hacmi, brüt yurtiçi hasılanın oranı (World Bank – Stocks traded, total value -% of GDP) raporunda yer almaktadır. Bu gösterge pazar büyüklüğünün işlem hacmi ile uyumunu göstermesi açısından

dan piyasa kapitalizasyonunun milli hasılaya oranının (analizde büyüklük göstergesi) tamamlayıcıdır. Likidite (likidite) değişkenin yerel tarafılığını negatif etkilemesi beklenir.

3.3. Analiz Sonuçları

Tablo 3, Türk yatırımcılarının 2010 yılında yaptıkları yabancı hisse senedi yatırımlarının uluslararası sermaye varlıkları fiyatlama modeline göre belirlenen optimal yatırımlardan farkını, bir başka ifade ile yabancı hisse senedi yatırımlarında yerel tarafılığını etkileyen faktörleri içermektedir.

Tablo 3: Türk yatırımcısının hedef ülkeye göre yerel tarafılığını ve açıklayıcı değişkenleri

Hedef Ülke	YYT	Direkt Maliyetler		Benzerlik		Sermaye Pazarı Gelişimi		
		İşlem	Kontrol	Ticaret	Mesafe	Piyasa	Kap	Likidite
ABD	0.9986	0.3810	0.5855	0.021995	3.9253	1.1890	0.3164	2.11207
Almanya	0.9828	0.3770	0.5855	0.039702	3.2395	0.4350	0.0264	0.42778
Bahreyn	0.9870	0.5576	0.8751	0.000333	3.4111	0.8900	0.0004	0.01253
Belçika	0.9999	0.3500	0.6646	0.007077	3.3384	0.5750	0.0050	0.23787
Fransa	0.9997	0.2950	0.7308	0.019464	3.3533	0.7560	0.0448	0.57554
Hollanda	1.0000	0.4220	0.9624	0.007682	3.3445	0.8540	0.0122	0.76430
İngiltere	0.9975	0.5450	0.9206	0.016298	3.3978	1.3770	0.0574	1.33259
İrlanda	0.9982	1.3070	0.9274	0.001659	3.4701	0.2950	0.0011	0.08193
İsviçre	1.0000	0.3850	0.5855	0.007126	3.2640	2.2260	0.0227	1.57443
Japonya	1.0000	0.4130	0.5855	0.004883	3.9516	0.7470	0.0757	0.77990
Kanada	0.9998	0.5240	0.8401	0.001908	3.8944	1.3700	0.0399	0.86596
Kazakistan	1.0000	0.5576	0.3636	0.003024	3.5323	0.4100	0.0011	0.01542
Kuveyt	0.9999	0.5576	0.6990	0.000834	3.3326	0.9620	0.0022	0.33624
Lüksemburg	0.7693	0.6380	0.5855	0.000192	3.3040	1.9260	0.0019	0.00334
Malezya	0.9997	0.8870	-0.1135	0.001845	3.9207	1.6630	0.0076	0.36544
Pakistan	1.0000	0.5576	-0.1135	0.001365	3.5956	0.2160	0.0007	0.07320
Portekiz	1.0000	0.6270	0.7889	0.001325	3.5101	0.3610	0.0015	0.13739
Romanya	1.0000	0.5576	0.8859	0.008273	2.6485	0.1970	0.0006	0.01035
Rusya	0.9999	0.5576	0.7657	0.035873	3.4234	0.6750	0.0185	0.53760
Yunanistan	0.9981	0.6550	0.5855	0.004099	3.1031	0.2490	0.0013	0.14748

Not: YYT Türkiye'nin yatırım yapılan ülkelere göre yerel tarafılıklarını ifade etmekte olup $YYT_i = 1 - ACT_i / OPT_i$ formülü ile hesaplanmıştır. Yerel tarafılığını 1 olan ülkeler 2010 yılında yatırım yapılmayan ülkelerdir. 1) Direkt maliyetler: İşlem değişkeni ticareti değerinin yüzdesi olarak komisyon, ücret ve pazar etkili maliyetlerin toplamını ifade etmektedir. Bahreyn, Kazakistan, Kuveyt, Pakistan, Romanya ve Rusya için temin edilemeyen veriler için diğer ülkeler işlem maliyetinin ortalama değeri dikkate alınmıştır. Kontrol değişkeni Economic Freedom Network indeksine göre ülkelerin yabancı sermaye işlemlerindeki sınırlamaların düzeyinin logaritma değeridir. 2) Benzerlik: Ticaret değişkeni Türkiye ile hedef ülke arasındaki ithalat ve ihracat toplamının Türkiye'nin gayri safi yurtiçi hasılasındaki payıdır. Mesafe Türkiye'nin başkenti ile yatırım yapılan ülkelerin başkentleri arasındaki coğrafi uzaklığın logaritmik değeridir. 3) Sermaye Piyasası Gelişimi: Piyasa değişkeni ülkelerin sermaye pazarının göreceli büyüklüğünü ifade etmekte olup hedef ülkelerin sermaye pazarı katipitalizasyonlarının gayri safi yurtiçi hasılatına oranıdır. Kap değişkeni yatırım yapılan ülkelerin sermaye pazarının dünya kapitalizasyonu payının göstergesidir. Likidite yatırım yapılan ülkenin sermaye pazarı işlem hacminin ilgili ülke milli hasılasına oranını ifade etmektedir.

Tablo 4: En küçük kareler (White değişen varyansla tutarlı standart hatalar ve kovaryanslar) Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Yerel Yatırım Tarafılığı			
Yöntem	En küçük kareler -White değişen varyansla tutarlı standart hatalar ve kovaryanslar			
Gözlem Sayısı	20			
Belirlilik Katsayısı	0.68948			
Düzeltilmiş Belirlilik Katsayısı	0.50834			
	Beklenen İşaret	Katsayı	t-istatistiği	P değeri
<u>Direkt Maliyetler</u>				
İşlem Maliyeti	+	0.011432	0.325359	0.7505
Sermaye Kontrolleri	-	-0.022626	-0.547142	0.5943
<u>Benzerlik</u>				
Ticaret	-	-0.612175	-1.231418	0.2418
Mesafe	+	0.034183	1.115705	0.2864
<u>Sermaye Pazarı Gelişimi</u>				
Büyükölük	-	-0.096221	-2.3946	0.0339
Dünya Kapitalizasyon	-	-0.631944	-2.365571	0.0357
Likidite	+	0.131527	2.408165	0.033
<u>Sabit</u>		0.917711	8.586946	0

Not: Olasılık değeri (p değeri) %5 önem düzeyine göre hesaplanan olasılık değeridir. Likidite dışındaki tüm açıklayıcı değişkenlerin yerel tarafılığı etkileme yönü ekonomik açıdan uygundur. Sermaye kontrolünün yerel tarafılıkla ilişkisinin pozitif olması beklenir. Ancak gösterge indeksinin derecelendirme sisteminden dolayı regresyon ilişkisinin negatif olması pozitif ilişkiyi ifade etmektedir.

Tablo 4, Türkiye'nin yatırım yaptığı ülkelere göre yerel hisse senedi yatırım tarafılığını etkileyen faktörlerin regresyon analizi sonuçlarını içermektedir. 20 hedef ülkenin 2010 yılına yatay kesit verilerine Eviews - 6 paket programı aracılığı ile White değişen varyansla tutarlı standart hatalar ve kovaryanslar ile en küçük kareler regresyon analizi yöntemi uygulanmıştır. Değişen varyans durumunda sıradan en küçük kareler tahmin edicilerinin varyanslarıyla ortak varyanslarının tutarlı tahminlerini bulmak için White değişen varyansa göre düzeltilmiş standart hatalar kullanılmıştır (Gujarati, 2010, s.382).

Türkiye'nin yıllara göre yerel tarafılık gelişimi ve ülke bazında 2010 yılı tarafılık oranları Tablo 1 ve Tablo 2' de verilmiştir. Türk yatırımcısının 2001-2010 yılları arasında yerel hisse senetleri tarafılığının %99,8'in üzerindedir. Luxemburg (%76,93) ve Bahreyn (%98,7) dışında tarafılığının %99 ve üzerinde olduğu, 2010 yılında yatırım yapılmayan 7 ülkede ise %100 olduğu izlenmektedir. 2010 yılında yatırım yapılmadığı halde 7 ülkenin (İrland,

Japonya, Kazakistan, Hollanda, Pakistan, Portekiz ve İsviçre) örneklemede yer almasının nedeni 2001-2010 yılları arasında 500.000 dolar ve üzerinde yatırım yapılan ülkeler olmasıdır.

Türkiye'nin hisse senedi yatırımlarında yatırım yapılan hedef ülkelere göre yerel yatırım tarafılığının ve açıklayıcı değişkenleri içeren Tablo 3 ile yatay kesit regresyon analizinin sonuçlarını içeren Tablo 4'ün birlikte değerlendirilmesi ile Türkiye'nin hisse senedi portföy dağılımında yerel tarafılığa yol açan faktörün sermaye pazarı büyüklüğü olduğu belirlenmiştir.

Analize dahil edilen tüm göstergelerin, likidite dışında, yerel tarafılığının doğru yönde etkiledikleri ancak hepsinin istatistiksel olarak önemli olmadığı görülmüştür. İşlem maliyeti, sermaye kontrolleri, ülkeler arasındaki ticaret hacmi ve coğrafi mesafenin Türkiye'nin yerel tarafılığına etkisi anlamlı değildir. Hedef ülkelerin sermaye piyasalarının likiditesinin yerel tarafılıkla ilişkisi ekonomik ola-

rak anlamlı değildir. Sermaye piyasası büyüklük göstergeleri olan ülkelerin sermaye piyasası toplam değeri ve dünya piyasa kapitalizasyonu payının yerel tarafllılığa etkisi ekonomik ve istatistik olarak anlamlıdır.

Türk yatırımcısının uluslararası hisse senedi portföy dağılım kararında işlem maliyeti ve sermaye kontrollerinden oluşan direkt maliyetlerin ve yatırım yapılan ülke ile benzerliğin etkisi bulunmazken yatırım yapılan sermaye pazarının büyüklüğü etkilidir. Yatırım yapılan ülkenin hisse senedi piyasasının dünya piyasası içindeki payı arttıkça ve ülkenin piyasa toplam değerinin kendi yurtiçi hasılasına oranı büyüdükçe Türk yatırımcısının ilgili ülkeye olan yerel tarafllılık oranı düşmektedir. Türk yatırımcısının yabancı hisse senedi portföy yatırımlarında sermaye piyasalarının özellikle büyüklük açısından gelişmişliğine karşı duyarlı olduğu söylenebilir.

Regresyon analizinin katsayıları incelendiğinde sermaye piyasası büyüklük göstergelerinden dünya kapitalizasyon payının regresyon katsayısının, piyasanın kendi içindeki büyüklüğünden yaklaşık 6,6 kat yüksek olduğu görülmektedir. Diğer faktörler sabitken hedef ülkenin kapitalizasyon oranında %1 lik bir artış ilgili ülkenin yerel tarafllılığında %0,63'lük bir düşüğe yol açmaktadır. Türk yatırımcısının dünya kapitalizasyon oranı yüksek olan piyasalara yatırım yaptığı görülmektedir.

Türk yatırımcılarının yabancı hisse senedi yatırım kararlarında yabancı yatırımı yerel yatırımdan daha düşük değerlendirmesine veya yerel yatırımı yabancı yatırımdan daha yüksek değerlendirilmesine yol açan en etkili faktör yatırım yapılan ülkenin sermaye piyasasının gelişmişliğidir.

Analiz sonuçları, yerel tarafllılıkta hisse senedi piyasası gelişmeleri ve benzerlik değişkenlerinin önemli olduğu sonucuna varan Chan ve diğerleri (2005) çalışması ile sermaye piyasası gelişmişlik düzeyi yönünden uyumludur.

Diğer faktörler eşitken, yatırımcılar likiditesi yüksek ve işlem maliyeti düşük olan daha gelişmiş sermaye pazarlarına yatırım yapma eğilimindedir. Büyük sermaye pazarları daha şeffaftır, tanınmışlığı yüksektir ve global gelişmişlik düzeyi yüksektir. Bu sebeple daha fazla yabancı yatırım çekerek yerel yatırım tarafllılığının düşmesine kat-

kı sağlamaktadır (Chan ve diğerleri, 2005). Ayrıca küçük sermaye pazarları yetersiz çeşitlendirmeye yol açabilir, bu pazarlarda işlem gecikmeleri veya ülkeler arasındaki muhasebe uygulamalarındaki farklılıklar uluslararası çeşitlendirmeye engel olabilir (Uppal ,1992).

Sermaye piyasasının gelişmişliği işlem maliyeti gibi direkt maliyetlerin yanı sıra bilgi maliyetini azaltması veya likidite riskini düşürmesi gibi örtülü maliyetlerin azalmasına yol açmaktadır. Gelişmiş sermaye pazarları yabancı yatırımın yerel yatırıma göre maliyetini arttıran piyasa aksaklıklarının etkisini azaltma eğilimindedir. Gelişmiş pazarların likiditesinin yüksek olması, düşük işlem maliyeti uygulanması, yatırımcı koruma düzenlemelerinin daha sıkı olması ve muhasebe standartlarının yüksek olması gibi özellikleri yabancı yatırımın toplam maliyetini direkt ya da dolaylı olarak düşürmektedir. Gelişmiş sermaye piyasası düzenlemeleri yatırımcıların yabancı yatırımlarda karşılaştıkları ya da algıladıkları bilgi maliyetinin azalmasına yol açmaktadır.

SONUÇ

Uluslararası çeşitlendirmenin kazançlarına rağmen yatırımcılar güçlü bir şekilde yerel varlıklara yatırım yapmayı tercih etmeye devam etmektedir. Uluslararası çeşitlendirmenin faydasını azaltan bu davranış yerel tarafllılık olarak adlandırılır ve finans literatüründe birçok açıklaması bulunmaktadır.

Finansal ekonomideki önemli tartışmalardan biri yatırımcıların portföylerini uluslararası pazarlarda optimal olarak dağıtmamaları ve kendi ülkelerinin menkul kıymetlerini sistematik olarak aşırı değerlendirmeleridir. Yerel tarafllılık olarak adlandırılan bu olgu, tüm yatırımcıların eşit bilgiye sahip olduğu ve pazar fonksiyonların mükemmel olduğu standart varlık fiyatlama teorisi ile uyumlu değildir ve yerel tarafllılığı açıklamak için çok sayıda çalışma yapılmıştır.

Aydın (2005)'ın çalışmasında Türkiye'nin yerel tarafllılığını hesaplanmıştır ancak yerel tarafllılığın nedenlerini araştıran yeterli çalışma yapılmamıştır. Bu çalışmada Türkiye'nin 2001-2010 yılları arasında yerel hisse senedi tarafllılığı gelişimi hesaplanmış ve çeşitli kriterlere göre belirlenen 20

hedef ülke bazında yerel hisse senetlerine yatırım yapma eğilim oranları, yani yerel hisse senedi taraflılık oranları, hesaplanmıştır. Ülke bazında belirlenen oranlar Türk yatırımcısının yetersiz uluslararası çeşitlendirmesinin nedenlerini yatırım yapılan ülkelerin özellikleri açısından analiz etmeye olanak sağlamıştır.

Çalışmamıza dahil edilen ülkelerde uygulanan işlem maliyeti, ilgili ülkelerin sermayeye kontrol uygulama düzeyi, Türkiye ile ticaret hacmi ve Türkiye'ye olan coğrafi uzaklığı yanı sıra sermaye pazarının büyüklük ve likiditesinin Türk yatırımcılarının portföy kararına etkileri analiz edilmiştir.

Bu çalışmada incelenen faktörlerden sermaye pazarı büyüklüğünün, Türk yatırımcısının optimal yabancı yatırımdan hangi oranda saparak yerel yatırımlara yöneldiğini ifade eden yerel taraflılığı etkileyen en etkili faktör olduğu sonucuna varılmıştır.

Yatırımcıların karşılıklı ticaret hacminin yüksek olduğu ve coğrafi olarak yakın olduğu pazarlarda bilgi maliyetinin düşük olması ve yatırımcı tarafından düşük algılanması ile aşına olunan pazarları, dolayısı ile yerel pazarını yüksek değerlendirmesi olarak ifade edilen benzerlik faktörünün etkili olmadığı görülmüştür. Aynı şekilde uluslararası yatırımlara uygulanan ölçülebilir maliyet niteliğindeki işlem maliyetleri ve sermaye kontrollerinin de yerel taraflılıkla anlamlı ilişkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca sermaye pazarlarının gelişmişlik düzeyinin önemli bir göstergesi olan likidite faktörünün yerel taraflılıkla finansal açıdan anlamlı bir ilişkisinin bulunmadığı da araştırma sonuçlarındandır.

Sermaye pazarı büyüklüğü dışındaki faktörlerin yerel taraflılığa etkisinin bulunmamasının literatürle uyumlu yönleri bulunmakla birlikte ve analize ilişkin bir takım kısıtlarla da bağlantılı olabileceği düşünülmektedir. İşlem maliyetlerinin ve son yıllarda azalan sermaye sınırlamalarının yüksek taraflılık düzeylerini açıklamada yetersiz olduğu birçok çalışmada belirtilmiş olup direkt maliyetlere ilişkin sonuçların bu açıdan literatür ile uyumlu olduğu söylenebilir. Benzerlik ve likidite değişkenlerinin anlamlı olmayan ilişkisinde ise analize sadece 2010 yılı verilerinin dahil edilmesinin etkisinin olduğu düşünülmüştür.

Türk yatırımcısının uluslararası çeşitlendirmeden yeterince faydalanamamasının nedenlerini araştırmak isteyen bundan sonraki araştırmacıların yabancı taraflılık olgusunu da içeren daha uzun dönemli analizler yapması, yatay kesit veriler yanında panel veri seti ile inceleme yapması, literatürde incelenen diğer faktörleri, özellikle davranışsal açıklamaları analize dahil etmesi ve hisse senedi piyasası yanında tahvil piyasalarında yerel taraflılığın etkilendiği faktörleri araştırması önerilebilir.

Kaynakça

- ADLER, M., VE DUMAS, B. (1983). *International Portfolio Choice and Corporation Finance: A synthesis. Journal of Finance*, 38 (3) , pp 925–984.
- ANDERSON, C.W., FEDENIA, M., HIRSCHHEY, M. VE SKIBA, H. (2011), *Cultural Influences on Home Bias and International Diversification by Institutional Investors. Journal of Banking & Finance*, 35, 916-934
- AHEARNE, A.G., GRIEVER, W.L., VE WARNOCK, F.E. (2004), *Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities. Journal of International Economics*, 62, 313-336
- AYDIN Ö. (2008), *Portföy Yatırımlarında Yerel Sapma ve Türkiye'de Yerleşik Yatırımcıların Bu Kapsamda İncelenmesi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara*
- BAELE, L., PUNGULESCU, C., VE HORST, J. T. (2007). *Model Uncertainty, Financial Markets Integration And The Home Bias Puzzle. Journal of International Money and Finance*, 26 (4), 606–630.
- BAKER, H. K. & NOFSINGER, J. R. (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets. Hoboken, N. J: John Wiley and Sons Inc. ISBN: 978-0-470-49911-5.*
- BEUGELSDIJK, S. VE FRIJNS, B. (2010), *A Cultural Explanation of The Foreign Bias in International Asset Allocation. Journal of Banking & Finance*, 34, 2121-2131
- CHAN, K., COVRIG, V., ve NG, L. (2005), *What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations worldwide, Journal of Finance*, 60, 1495-1534
- CHKIOUA, D.H. VE ABAOUB, E. (2012), *Home Bias in Equity Portfolios: Theory and Evidence for Developed Markets. Journal of Economics and Finance*, 4 (6), 116-124
- COOPER, I.A. & KAPLANIS, E. (1986), *Costs to Crossborder Investment and International Equity Market Equilibrium, in J. Edwards, J. Franks, C. Mayer, and S. Schaefer, eds.: Recent Developments in Corporate Finance (Cambridge University Press, Cambridge).*
- COOPER, I. A. & KAPLANIS, E. (1994). *The implication of the home bias in equity portfolios. Business Strategy Review Summer*, 5 (2), 41-53.

- COOPER, I. A. & KAPLANIS, E. (1995). *Home bias in equity portfolios and the cost of capital for multinational firms*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8 (3), 95–102.
- COOPER, I.A. VE KAPLANIS, E. (1994), *The Implication of the Home Bias in EquityPortfolios*, *Business Strategy Review Summer*, 5 (2), 41-53
- COVAL, J.,VE MOSKOWITZ,T.J. (1999), *Home Bias at Home: Local Equity Preference In Domestic Portfolio*, *Journal of Finance*, 54 (6), 2045–2073.
- DAHLQUIST, M., PINKOWITZ,L., STULZ,R.M. VE WILLIAMSON,R. (2003), *Corporate Governance And The Home Bias*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1),87-110
- DALY, K. VE VO, X.V. (2013), *The Determinants of Home Bias Puzzle in Equity Portfolio Investment in Australia*. *International Review of Financial Analysis*, 27, 34-42
- DİYARBAKİRLİOĞLU, E. (2011), *Domestic and Foreign Country Bias in International Equity Portfolios*. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 301-329
- DOMOWITZ, I., GLEN, J., VE MADHAVAN, A. (2001), *Liquidity, Volatility, And Equity Trading Costs Across Countries And Over Time*. *International Finance*, 4(2), 221–255
- FERREIRA, M.A. VE MIGUEL, A.F. (2011), *The Determinants of Domestic and Foreign Bond Bias*. *Journal of Multinational Financial Management*, 21 ,279-300
- FIDORA, M., FRATZSCHER, M. & THIMANN, C. (2007). *Home bias in global bond and equity markets: The role of real exchange rate volatility*, *Journal of International Money and Finance*, 26, 631-655.
- FRENCH, K.R. VE POTERBA, J.M. (1991), *Investor Diversification and International Equity Markets*, *American Economic Review*, 81 (1), 222–226.
- GRINBLATT, M., VE KELOHARJU,M. (2001), *How Distance, Language, And Culture Influence Stockholdings And Trades*, *Journal of Finance* 56 (3) 1053–1073.
- GUJARATİ, D.N. (2010), *Temel Ekonometri (Çev. Ümit Senesen ve Gülay Günlük Senesen)*, *Yedinci Basım*, İstanbul: Literatür Yayınları.
- KANG, J.K., VE STULZ,R.M. (1997) *Why Is There a Home Bias? An Analysis Of Foreign Portfolio Equity Ownership In Japan*, *Journal of Financial Economics* 46, 3–28.
- KARLSSON, A. VE NORDEN, L. (2007), *Home Sweet Home: Home Bias And International Diversification Among Individual Investors*, *Journal of Banking & Finance*, 31, 317-333
- MARTIN, P., VE REY, H. (2004). *Financial Super-Markets: Size Matters For Asset Trade*. *Journal of International Economics*, 64 (2), 335–361.
- MISHRA, A. V. (2008). *Australia's equity home bias*. *Australian Economic Papers*. March. DOI: 10.1111/j.1467-8454.2008.00329.x.
- MISHRA, A. V. (2011). *Australia's equity home bias and real exchange rate volatility*. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 37, 223-244, DOI 10.1007/s11156-010-0202-3.
- PORTES, R., VE REY, H. (2005). *The Determinants Of Cross-Border Equity Flows*. *Journal of International Economics*, 65 (2), 269–296
- SHARPE, W.(1964), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under the Condition of Risk*, *Journal of Finance*, 19, 425–442.
- TESAR, L. VE WERNER, I.M. (1995), *Home Bias and High Turnover*, *Journal of International Money and Finance*, 14, 467–492.
- UPPAL, R. (1992), *The Economic Determinants of the Home Country Bias in Investors' Portfolios: A Survey*, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 4 (3), 171–189.
- WANG, X. (2009). *Globalization, home bias and asset prices*. *Doktora Tezi*. Columbia Universtiy. *Dissertation Abstracts International*. UMI No.3393452.
- WINCOOP, E.V. VE WARNOCK,F.E. (2010), *Can Trade Costs in Goods Explain Home Bias in Assets? , Journal of International Money and Finance*, (29), 1108-1123
- ZHU, L. & YANG, J. (2008). *The role of psychic distance in contagion: A gravity model for contagious financial crises*. *Journal of Behavioral Finance*, 9 (4), 209-223.
- Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu, Şubat 2013
<http://cpis.imf.org/>, Ziyaret Tarihi: Mayıs 2013
- <http://www.worldbank.org/>, Ziyaret Tarihi: Mayıs 2013
- <http://www.freetheworld.com/>, Ziyaret Tarihi: Haziran 2013
- <http://tuikapp.tuik.gov.tr/>, Ziyaret Tarihi: Haziran 2013
- http://distancecalculator.globefeed.com/World_Distance_Calculator.asp, Ziyaret Tarihi: Haziran 2013