

Gelişen Piyasalarda Finansal Krizlerin Bulaşma Etkisi

Dr. Öğr. Üyesi Hasan Demir



Gelişen Piyasalarda Finansal Krizlerin Bulaşma Etkisi

Dr. Öğr. Üyesi Hasan Demir



Published by

Özgür Yayın-Dağıtım Co. Ltd.

Certificate Number: 45503

📍 15 Temmuz Mah. 148136. Sk. No: 9 Şehitkamil/Gaziantep

☎ +90.850 260 09 97

📞 +90.532 289 82 15

🌐 www.ozgurayinlari.com

✉ info@ozgurayinlari.com

Gelişen Piyasalarda Finansal Krizlerin Bulaşma Etkisi

Dr. Öğr. Üyesi Hasan Demir

Language: Turkish

Publication Date: 2024

Cover design by Mehmet Çakır

Cover design and image licensed under CC BY-NC 4.0

Print and digital versions typeset by Çizgi Medya Co. Ltd.

ISBN (PDF): 978-625-5958-04-4

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub625>



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>
This license allows for copying any part of the work for personal use, not commercial use, providing author attribution is clearly stated.

Suggested citation:

Demir, H., (2024). *Gelişen Piyasalarda Finansal Krizlerin Bulaşma Etkisi*. Özgür Publications.

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub625>. License: CC-BY-NC 4.0

The full text of this book has been peer-reviewed to ensure high academic standards. For full review policies, see <https://www.ozgurayinlari.com/>



Önsöz

Küreselleşmenin hız kazandığı ve finansal piyasaların giderek daha entegre hale geldiği dünyamızda, finansal piyasalar sadece ulusal ekonomilerin değil, aynı zamanda küresel ekonominin sağlıklı işleyişinin temel unsurlarından biridir.

Uluslararası sermaye hareketleri ve finansal krizler özellikle gelişen piyasalarda ekonomik büyüme ve istikrar arayışlarını derinden etkilemektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, bu dinamik uluslararası finansal sistemden hem fırsatlar hem de riskler bağlamında etkilenmektedir.

Bu çalışmanın amacı, gelişmekte olan piyasalarda ekonomik büyümeye katkıda bulunan faktörleri analiz ederken, aynı zamanda finansal krizlerin neden olduğu kırılma noktalarını ele almaktır. Çalışmada, finansal sistemin ve sermaye piyasalarının işleyişine dair teorik çerçeveden başlanmış, küresel piyasaların etkileriyle şekillenen finansal süreçlerin, gelişen piyasalar üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir.

Bir ülkede ortaya çıkan ekonomik veya finansal bir krizin diğer ülkelere hızla yayılmasını ifade eden “bulaşma etkisi”, özellikle gelişmekte olan piyasalar için ağır sonuçlar doğurabilmektedir. Zayıf kurumsal yapılar, dışa bağımlılık ve sermaye akımlarındaki dalgalanmalara açıklık gibi faktörler gelişen piyasalarda daha yıkıcı sonuçlara neden olmaktadır.

Bu kitap, gelişmekte olan piyasalardaki bulaşma dinamiklerini ele almakta ve olumsuz etkilerin azaltılması, piyasa dayanıklılığının artırılması için çözüm önerileri sunmayı hedeflemektedir. Kitabın hazırlanmasında desteği olan, emeği geçen başta ailem olmak üzere herkese içten teşekkürlerimi sunarım.

Dr. Öğr. Üyesi Hasan DEMİR

Sakarya, Aralık 2024

Bu alışma, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından kabul edilen “Gelişen Piyasalarda Finansal Krizlerin Bulaşma Etkisi ve Bir Uygulama” isimli doktora tezinden üretilmiştir.

İçindekiler

Önsöz	iii
Giriş	1
1. Genel Olarak Finansal Sistem ve Sermaye Piyasaları	3
Genel Olarak Finansal Sistem ve Finansal Piyasalar	3
Sermaye Piyasaları	12
Hisse Senedi Piyasaları ve Menkul Kıymet Borsaları	17
2. Gelişen Sermaye Piyasaları	33
Genel Olarak Gelişen Piyasalar	33
Gelişen Piyasaların Ortaya Çıkış ve Gelişmesinde Etkili Olan Faktörler	42
Uluslararası Sermaye Akımları ve Gelişen Piyasalar	52
Gelişmekte Olan Piyasaların Genel Karakteristikleri ve Ortak Özellikleri	65
Gelişen Piyasalarda Yatırımların Yönetimi	81
Uluslararası Performans Aracı Olarak IFC Hisse Senedi Endeksleri	89
3. Gelişen Piyasalarda Finansal Krizlerin Bulaşma Etkisi	95
Gelişen Piyasalarda Riskler ve Kaynakları	96
Genel Olarak Finansal Piyasalarda Bulaşma Etkisi	104
Bulaşma Etkisinin Yayılma Kanalları	108
Finansal Bulaşmanın Belirlenmesi ve Deneysel Kanıtları	123
Bulaşmanın Engellenmesi	129
Sonuç ve Öneriler	133
Kaynakça	137

Giriş

Son yıllarda uluslararası finansal piyasalarda yaşanan köklü değişiklikler, Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişme çabası içindeki ülkelere yeni fırsatlar sunmuştur. Uluslararası finansal sistemde liberalleşme eğilimlerinin, teknoloji, iletişim ve ulaştırma alanlarında sağlanan ilerlemelerle desteklenmesi, uluslararası sermayenin öncelikle gelişmiş ülkeler arasında büyük bir hareketlilik kazanmasına yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin de dünyayla entegrasyonda aşama kaydetmeleri, bu ülkeleri uluslararası sermayenin yeni uğrak yatırım alanları haline getirmiştir.

Gelişmelerinin finansmanı için dış kaynağa ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler, özellikle 1990'lı yılların başından itibaren yüksek miktarda uluslararası sermaye çekmeyi başararak büyüme hızlarını arttırabilmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelere özel sermaye akımları 1990 yılında, 63 milyar dolardan, 1997 yılında 321 milyar dolara ulaşırken, aynı ülkelerin ortalama ekonomik büyüme hızları 1974-1990 döneminde %3.3'ten, 1991-1997 döneminde ortalama % 5.4'e yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin, bu gelişmeden yararlanmaları homojenlik göstermemektedir. Gelişmeden daha fazla pay alan ülkelerin, kurumsal olarak ve diğer piyasa büyüklükleri itibariyle aşama yapmış, gelişme potansiyeli olan hisse senedi piyasalarına sahip oldukları ve dünya ile bütünleşmede başarılı oldukları görülmektedir. Bu bağlamda, örneğin Doğu ve Güney Asya ülkeleri bu süreçten en çok yararlanan ülkeler olduğu halde; Afrika ülkelerinin çoğunluğu bu sürecin dışında kalmıştır. Nitekim, daha gelişmiş hisse senedi piyasalarına sahip olan ülkeler, piyasaların sunduğu fırsatları hayat geçirmenin yanında, uluslararası portföy yatırımlarının cezbedilmesinde de başarılı olmakta, daha fazla ekonomik büyüme sağlayabilmektedirler.

Ancak, yukarıda özetlenen tablo tamamıyla sorunsuz değildir. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra yaşanan, sıklık ve etkileri bakımından yaygınlık kazanan finansal krizlerin daha çok gelişmekte olan ülkeleri etkilediği görülmektedir.

Bu krizlerin ilginç bir özelliği de, sadece çıktıkları ülkede değil, öncelikle aynı bölgede yer alan ve benzer özelliklere sahip diğer ülkelerde ve krizin gücüne bağlı olarak daha geniş bir alanda etkili olabilmeleridir. Hatta, hiçbir makroekonomik benzerliği ve ortak ticari veya finansal bağı olmayan ülkeler bile tamamen psikolojik nedenlerle birbirlerine krizi bulaştırabilmektedirler. 1997 yılında Tayland'da baş gösteren krizin domino etkisi ile önce bölge ülkelerine, daha sonra da Rusya ve Brezilya'ya yayılması, krizlerin bulaşıcı özelliğine dikkatleri toplamıştır. Güney Asya'da baş gösteren ve dalga dalga tüm dünyayı etkisi altına alan finansal kriz, hisse senedi piyasalarının ve küresel hale gelen uluslararası finansal sistemin, krizler karşısındaki kırılganlığını gözler önüne sermiştir.

Gelişen bir piyasa olarak Türkiye, yukarıda özetlenen tüm süreçlerin içinde yerini almıştır. Türkiye, özellikle 1980'lerin ikinci yarısından sonra ekonomi yönetiminde liberal politikalara yönelmiş, sermaye piyasası mevzuatını serbestleştirmiş, teknolojik altyapısını da oluşturarak uluslararası finansal sistemle daha entegre hale gelmiştir. Türkiye, uluslararası finans çevreleri tarafından, uluslararası sermayenin çekilmesinde daima önde gelen aday ülkeler arasında gösterilmesine karşılık, yaşanan politik ve onun sonucu olarak ekonomik istikrarsızlıklar bu adaylığın gerçeğe dönüşmesini engellemiştir. Bu dönemde Türkiye, sıkça krize giren bir ülke olarak gündeme gelmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, öncelikle finansal sistem ve finansal sistemin önemli bileşenleri olan sermaye piyasaları ve hisse senedi piyasaları hakkında temel bilgiler verilmiştir. Devamında özellikle hisse senedi piyasalarının fonksiyonları üzerinde durulmuş, bu piyasaların gelişmesinin belirlenmesi ve gelişmişlik düzeylerine göre sınıflandırılmaları yapılmıştır. Son olarak, hisse senedi piyasalarının başta ekonomik büyüme olmak üzere belli başlı makroekonomik değişkenlerle ilişkisi ve mikro ekonomik düzeyde işletmelerin finans yapıları üzerindeki etkileri ele alınmıştır.

İkinci bölümde, gelişen piyasalar üzerinde durulmuştur. Gelişen hisse senedi piyasalarının doğuşunu ve gelişmesini hazırlayan faktörler, gelişen piyasaların temel karakteristikleri ve ortak özellikler ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde, özellikle 1997 global krizinin tüm dünyaya yayılması ile ilgi kaynağı haline gelen gelişen piyasa finansal krizlerinin bulaşma etkisi araştırılmıştır. Bulaşma etkisinin kaynakları, yayılma kanalları, sonuçları ve durdurulması için alınması gerekli önlemler üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın sonunda sonuç ve öneriler bölümü, kullanılan kaynaklar ve özgeçmiş yer almaktadır.

1. Genel Olarak Finansal Sistem ve Sermaye Piyasaları

Hayatın diğer alanlarında olduğu gibi, globalleşme süreci gerek ulusal ve gerekse uluslararası düzeyde finansal sistemleri de derinden etkilemiştir. Finansal piyasalar, teknolojiye meydana gelen yenilikler ve liberalleşme eğilimlerinin güçlenmesi ile hızla gelişme kaydederek, nüfuz alanını genişletmiş ve değişen ihtiyaçlara uyum sağlamıştır.

Finansal piyasaların serbestleşmesi ve dışa açılması, özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik gelişmesinin önemli bileşenleri olarak değerlendirilmektedir [Esen, 1998:28]. “Gelişen piyasalar”, gelişmekte olan ülkelere ait sermaye piyasalarının uluslararası finansal sisteme uyumu ve gelişme kaydetmesi ile ilgili bir olgudur. Bu açıdan, çalışmanın ana eksenini oluşturan gelişen piyasalar ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizlerin bulaşma etkisi konularının ele alınmasından önce, finansal sistem ve sermaye piyasalarının temel kavramlarına kısaca değinilmesi yararlı olacaktır. Bu temel kavramlar, bilinenin tekrarından çok, finansal sistem ve finansal piyasaların gelişmesinin daha iyi analiz edilmesi ve bu gelişmenin özellikle bir ülkenin ekonomik büyüme ve diğer makroekonomik değişkenleri üzerindeki etkilerinin daha iyi anlaşılabilmesi açısından irdelenecektir. Finansal kavramlar, genelden özele doğru ve çalışmanın konusuna yakınlığı gözetilerek ele alınacaktır.

1.1. Genel Olarak Finansal Sistem ve Finansal Piyasalar

Finansal sistem, fon kullananlar ile fon arzedenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıdır [İMKB, 1999:1]. Finansal

sistemin fon kaynakları, yurtiçi tasarruflar ile ülkeye aktarılan yurtdışı tasarruflarıdır. Sisteme giren fonlar bireyler, şirketler ve kamuya sunulur [Öçal ve Çolak, 1999:19]. Finansal piyasa kapsamına, örgütlü ve örgütsüz olmak üzere doğrudan veya dolaylı olarak fon transferine yol açan her türlü para, kredi, döviz, altın, ticari senet, tahvil, hisse senedi vb. bütün alışverişler girmektedir. Bir finansal piyasa beş ana unsurdan oluşmaktadır [Özdemir, 1997:465].

- Tasarruf Sahipleri (Fon Arzedenerler),
- Yatırım Yapanlar (Fon Talep Edenler),
- Yatırım ve Finansman Araçları,
- Yardımcı (Aracı) Kuruluşlar ve
- Hukuki ve İdari Düzenlemeler.

Bir ekonominin gelişmesini belirleyen en önemli faktörlerden birisi, o ekonominin tasarrufları en etkin biçimde, verimliliği ve karlılığı yüksek yatırımlara dönüştürmedeki başarısıdır. Ekonomide birçok reel yatırım, hanehalkı yatırımcıları için çekici olmayabilir. İşte finansal sistem, reel aktifler üzerinde doğrudan veya dolaylı hak sahibi olunmasını sağlar. Gerçekten iyi işleyen bir finansal sistem, riskli ve likit olmayan aktifleri emin ve likit finansal varlıklara dönüştürerek [Parasız, 1994:66], ülkedeki tasarruf eğiliminin yükselmesini ve dolayısıyla tasarrufların artmasını sağlamakta; ayrıca bu tasarrufların en karlı alanlarda yatırıma dönüşmesini de sağlayarak, ekonominin büyümesi ve gelişmesine katkı yapmaktadır. Ekonomik gelişme için, tasarrufların mobilizasyonunda, sermayenin tahsisinde, işletmelerin denetim ve kontrolünün etkinleştirilmesinde, risk yönetiminin kolaylaştırılmasında finansal sistemin önemli katkılarına olduğu vurgulanmaktadır [Levine ve Zervos, 1996:325].

Finansal sistemin etkin olmasının üç koşulu vardır [Parasız, 1994:66]:

- **Yatırım Niteliğinin Dönüşümünde Etkinlik:** Günümüzde her türlü reel varlık, finansal sistemin etkinliği ölçüsünde finansal varlıklara dönüştürülebilmektedir. Finansal varlıklara yapılan yatırımlar ile, reel sektörün ihtiyaç duyduğu uygun koşulları taşıyan fonlar sağlanabilir. Finansal varlıklara yapılan yatırımların, reel yatırımlara dönüştürülebilmek düzeyi, finansal sistemin etkiliği ile doğrudan ilgilidir.
- **Maliyet Etkinliği:** Reel yatırımlarla ödünç fonlar arasında sıkı bir ilişki olduğundan, ödünç verme fiyatı ne kadar büyükse, reel yatırımlar o kadar az olacaktır. Bu durumda, fiyat ne kadar düşükse, ekonomik gelişme için o kadar olumlu olacaktır. O halde, finansal sistemin başa-

rı ölçülerinden biri finansal ürün kalitesi diğeri finansal varlıkları elde etme maliyetleridir.

Finansal Piyasaların Entegrasyonunda Etkinlik: Bir finansal piyasanın dış dünya ile entegre olması, o piyasaya global dünyanın avantajlarını kullanma fırsatını verir. Yabancı yatırımcıların çekilmesi, daha ucuz ve uygun koşullarda fon temini gibi doğrudan avantajların yanısıra, iç piyasanın terbiye edilerek piyasaların etkinleştirilmesine de olanak sağlar.

1.1.1. Finansal Aracılar

Geniş anlamda finansal araçlar, tasarrufların ellerinde bulunan fonların fon ihtiyacı içindeki yatırımcılara aktarılmasında görev alan tüm araçları kapsamaktadır. Bu kurumlar, bir yandan tasarrufların diğer yandan fon ihtiyacı içindeki yatırımcıların beklentilerini karşılayabilecek nitelikte finansal araçları üretir veya bu iki kesim arasında doğrudan fon akımını kolaylaştıracak aracılık ve danışma hizmetleri sunarlar. Finansal kuruluşlar ticaret bankaları, yatırım ve kalkınma bankaları, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, yatırım danışmanları, acentalar, dealerlar, brokerler, özellikle emeklilik ve diğer sigorta kurumları olarak sıralanabilir. Sermaye piyasasında yer alan aracı kurumlar, çeşitli tasarruf sahiplerinin çok farklı beklentilerine cevap verecek özelliklerde araçlar üreterek piyasada mevcut finansal araçların sayı ve çeşidinin artmasına, aynı zamanda da finansal piyasanın derinleşmesine yardımcı olurlar. Esasen finansal piyasalarını şekillendiren asıl unsurun finansal araçlar olduğu söylenebilir. Çünkü finansal araçlar, finansal sistemin diğer elemanları olan tasarruflar, fon talep edenler ve finansal araçlar üzerinde belirleyici bir rol üstlenebilmektedirler.

Tarihsel süreç, birçok ülkede büyüme ve gelişme ile finansal kurumların gelişmesi arasında sıkı bir ilişki olduğu görüşünü doğrulamaktadır. Bir ekonomi gelişmesini sürdürdükçe, finansal sistemin büyümesine izin verecek hizmetlere ek talep de artacaktır. Bir ülkede finansal kurumların boşluğu, onların hizmetlerine olan talebin de yokluğu anlamına gelmektedir [Bolak, 1991:33].

Fonksiyonlarını tam olarak yerine getiren finansal araçların bulunduğu bir ekonomide, yastık altı tasarrufların finansal sisteme çekilmesi, ekonomideki bazı risklerin giderilmesi veya azaltılması, fon arzı ile fon talebi arasındaki vade ve miktar uyumsuzluklarının ayarlanması ve fon maliyetlerinin azaltılması, yatırımların hacminin ve kalitesinin artırılması vasıtasıyla ekonomik kalkınmanın hızlandırılması mümkün olur. Bunun yanında, finansal araçların tasarruf eğilimini arttırmak, tasarrufların doğru yatırımların finansmanında kullanılmasını sağlamak gibi önemli işlevleri vardır [Parasız, 1994:64-66].

Ayrıca finansal araçlar, ters seçime sebep olan asimetrik bilgiyi azaltması ve bilgi farklılıklarının ortaya çıkardığı etkinsizlikleri gidermesi açısından da menkul kıymet piyasaları üzerinde önemli etkilere sahiptirler [Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996a:228].

Fonların transfer maliyeti açısından bir değerlendirme yapıldığında, ekonomik gelişme sürecinde finansal aracılık maliyetlerinin düşeceği öngörülebilir. Ayrıca, toplam aracılık maliyetlerinin düzeyi, aracılık faaliyetlerinin gelişme derecesine bağlıdır [Boyd ve Smith, 1996:387]. Ekonomi büyüdükçe, hem transfer edilen fonların artmasıyla ortaya çıkacak ölçek ekonomileri, hem de transferde kullanılan araçların ihtiyaçlara daha uygun olarak geliştirilmesi sayesinde sağlanacak etkinlikle finansal aracılık maliyetlerinde düşüş sağlanabilecektir. Finansal araçlar ve bu araçların nisbi önemi ülkeden ülkeye değişiklik göstermekle birlikte, finansal aracılık ve büyüme arasında şu ilişkilerin varlığı ortaya konulmuştur [Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996a:228]:

- GSYİH'nın bir payı olarak, finansal araçların boyutu, kişi başına gelir artışı ile birlikte yükselme eğilimindedir.
- Bir ülke normalden daha hızlı büyüyorsa; finansal sistem varlıklarının GSYİH'ya oranı, ortalama büyümenin üstünde bir genişleme eğilimi göstermektedir.

1.1.2. Finansal Araçlar

Tasarrufların, fon talebeden yatırımcılara aktarılması sırasında, fon akışlarına karşılığında menkul kıymet adında bir takım finansal araçlara ihtiyaç vardır. Bir ekonomide finansal piyasaların gelişmişliği, finansal araçlarla ilgili şu göstergelerle ifade edilebilmektedir [Bolak, 1991:8-9]:

- Finansal araçların çeşitliliği,
- Vade, miktar ve risk ayarlama yoluyla fon aktarma maliyetlerinin düşüklüğü,
- Tasarrufların ve varlıkların finansal araçlara dönüşme oranı.

Sermaye piyasası araçları arasında; hisse senedi, kar ve zarar ortaklığı belgesi, katılma intifa senedi, oydan yoksun hisse senetleri, devlet ve özel sektör tahvilleri, gelir ortaklığı senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetler, leasing, opsiyon, futures ve swap sözleşmeleri vb. şeklinde sıralanabilir. Fonlar tasarruflardan yatırımcılara taşınırken, sözü edilen finansal araçlar da yatırımcılardan tasarruflara aktarılmaktadır. Bütün bu süreçte finansal

kurumlar, yardımcı ve düzenleyici olarak görev almaktadır. Finansal sistem gelişip derinleştikçe, finansal araçlarda sayı ve tür olarak artış görülmektedir.

1.1.3. Finansal Sistem ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Finansal sistemin en önemli fonksiyonu, ekonominin büyüme için gerek duyduğu fon talebini karşılamaktır. Fon talebini karşılayacak fon arzını yeterli miktarda ve düşük maliyetle sağlayabilmesi, bir finansal sistemin gelişmişliği ve etkinliği ile yakından ilişkilidir. Ekonominin ihtiyacı olan fonların yeterli miktarda karşılanamaması ya faiz oranlarını yükseltecek ya da bu engeli aşmak için yurt dışı kaynaklara ve fonlara başvurmak zorunda kalınacaktır. Son yıllarda ülkelerin kambiyo mevzuatlarındaki serbestleşmeler, dış tasarruflara ulaşmayı kolaylaştırmış [Gürlele, 1998:2] ve finansal piyasalar sadece ulusal değil, uluslararası düzeyde fon transferi için uygun koşulları oluşturmayı hedeflemişlerdir. Özellikle sermaye birikiminin yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik büyümenin finansmanı için, finansal sistemin yabancı tasarrufları kendine çekebilecek gelişme düzeyini yakalaması ve cazibe kazanması zorunludur.

Finansal piyasalar, bir dönem gelişme ve büyümenin finansmanında oynadığı rol bakımından ikinci planda kalmakla birlikte, günümüzde tasarrufların harekete geçirilmesi ve tasarruflara, hükümetlere ve teşebbüslere alternatifler sunulmasında oynadığı rol açısından ön plana geçmiştir. Finansal piyasaların kumar gibi görüldüğü geleneksel görüş, yerini bu piyasaların finansal sistemin etkin ve muteber bir unsurunu oluşturduğu anlayışına bırakmıştır [Agtmael, 1987:413]. Finansal piyasalar ve kurumların, ulusların zenginliğini belirleyen önemli faktörlerden olduğuna inanan çok sayıda ekonomist, bunu bilimsel olarak ispatlamaya çalışmıştır [Boyd ve Smith, 1996:371]. Finansal sistemin ekonomik gelişme için ne kadar önemli olduğu konusunda yapılan çalışmalar iki gruba ayrılmaktadır. Birinci gruptakiler, ekonomik büyüme için finansal sistemin önemsiz olduğunu iddia ederken; diğer gruptakiler, tasarrufların mobilizasyonunda, sermayenin dağılımında, işletme kontrolü için çaba gösterme ve risk yönetimini kolaylaştırmada finansal sistemin önemli olduğunu vurgulamaktadır.

Ekonomik büyümede finansal sistemin rolünü vurgulayan ilk çalışmalar¹, finansal sistemin ekonomik büyümeye etkilerinin nasıl olduğuna ilişkin kavramsal temelleri, ampirik örnekler aracılığıyla literatüre kazandırmışlardır.

1 Finansal piyasaların ekonomik büyüme ile ilişkisi üzerine yapılmış belli başlı ilk çalışmalar, Schumpeter (1932), Gurley ve Shaw (1955,1960), Bagehot (1962), Cameron ve diğerleri (1967), Goldsmith (1969) ve McKinnon (1973)'dir.

Bu temeller üzerine yapılan çalışmalarda², ülkelerin geniş bir kesitinde bankacılık kesiminin gelişme derecesinin, ekonomik büyüme ile çok güçlü bir şekilde birlikte hareket ettiğini göstermişlerdir. Bu araştırmalarda, çok iyi işleyen bir finansal sistemin, güçlü ve kalıcı bir ekonomik büyüme için çok gerekli olduğu görüşü kabul edilmiştir [Levine ve Zervos, 1996:326].

Gurley ve Shaw (1955, 1960) ile Goldsmith (1969), ekonominin büyüme sürecinin çeşitli aşamalarında finansal sistemin geçirdiği evrim üzerinde durmuşlardır. Buna göre, ekonomi büyüdükçe, bankalar gibi uzmanlaşan kredi kuruluşları ortaya çıkmış ve ilave sermaye yatırımlarının finansmanına yardım etmiştir. Gelişmenin bu aşamasında, girişimcilerin finansman imkanları, sadece özkaynak sermayesi ve cüz'î miktarda borç kaynağı ile sınırlı kalmaktadır. Kişi başına gelir ve servette fazla artışlar ile, hem borç hem de özkaynakların işlem gördüğü menkul kıymet piyasaları ortaya çıkmakta ve banka kredilerini tamamlamaktadır. Daha sonra bankacılık kesimi dışında biriken fonlar için, bir araç olarak özkaynak (hisse senedi) piyasalarının doğduğunu göstermişlerdir [Boyd ve Smith, 1996:372].

Büyümenin alt düzeylerinde ticari bankalar baskın finansal kuruluşlardır. Ekonomi geliştikçe, araçlar uzmanlaşmakta ve özkaynak piyasaları gelişmekte ve başarılı olmaktadır. Ekonomiler düşük, orta ve yüksek gelirli ülkeler olarak üç grupta tasnif edildiğinde, 1970'lerde düşük gelirli ekonomilerde³ hemen hemen hiç hisse senedi piyasası faaliyeti veya banka dışı kurum yoktur. Bununla birlikte, 1980'lerde başlayan dönemde, banka dışı kurumlar ve hisse senedi piyasası faaliyetleri gelişmeye başlamıştır. Orta ve yüksek gelir grubu ekonomilerde de düşük gelirli ekonomilerin zaman olarak önünde olmakla birlikte, benzer tarihsel bir gelişme süreci yaşanmıştır.

Teknolojik yeniliklerin, finansal düzenlemeler üzerinde etkileri konusunda yaptıkları çalışmada Michie (1987) ve Gurley ve Shaw (1967), ABD ve İngiltere'nin tarihinde özkaynak piyasasının gelişmesinin reel gelişme ile ilişkili olduğunu göstermişlerdir. Antje ve Jovanovic (1992) ve Demirgüç-Kunt ve Levine (1993,1994), Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1995), Levine ve Zervos (1995); özkaynak piyasalarının gelişme ölçülerinin, farklı ülkeler kesitinde reel kesimin gelişme ölçüleri ile pozitif yönde güçlü bir korelasyon içinde olduğunu gözlemlemişlerdir. Buna göre, teknolojideki değişim, reel ve finansal sektörleri dinamik olarak etkilemektedir. Ekonomi geliştikçe,

2 Bu çalışmalar arasında, Gelb (1989), Ghani (1992), King ve Levine (1993a, 1993b) ve De Gregorio ve Guidetti (1995) sayılabilir.

3 Düşük gelirli ekonomiler, üst sınır olarak 1970'te 200\$, 1980'de 430\$ ve 1990'da 490\$, 1999'da 755\$ ortalama kişi başına gelire sahip ülkelerdir. 1999 yılı için yapılan değerlendirmede Bangladeş, Vietnam, Ermenistan, Kenya vb. gibi ülkeler düşük gelir grubuna dahil edilmiştir [World Bank, 2002a:334-335].

finansal piyasaların daha etkin hale gelmesiyle bir ekonomi sağlanmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde ise, doğal olarak bilgi asimetrisi ile birlikte görece olarak daha büyük maliyetlerle karşılaşmaktadır (Bkz. Tablo 1.1) [a.g.e., s.387].

McKinnon (1973); finansal sistemde uygun reformlar yapılmasının finansal gelişmeyi hızlandırdığını ileri sürmüştür. Buna göre, finansal aracılıktaki ve parasallaşmadaki gelişmelerin finansal piyasaların derinlik kazanmasını, bunun da ekonomik büyümeyi sağlayacağını belirtmişlerdir. King ve Levine (1993a,b); uzun dönemli büyümeyi, diğer birçok faktör açısından değerlendirdikten sonra, finansal aracılıktaki gelişme düzeyinin, uzun dönemli büyüme ile güçlü şekilde ilişkili olduğunu göstermişlerdir [Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996a:228].

Ekonomik büyüme, temelde finansal entegrasyon ile de bağlantılı bir konudur. Entegrasyon ve ekonomik gelişme ilişkisi üzerine yapılan bir çalışmada [Bekaert ve Harvey, 1995:438]; bu iki değişken arasında pozitif ilişki olduğu kanıtlanmıştır. Ayrıca, risk çeşitlendirmede sağlanan iyileşmelerin, yüksek büyümeye yol açtığı görülmektedir. Sermaye piyasası entegrasyonu, riski daha iyi çeşitlendirmede yeni fırsatlar sağlamaktadır. Segmente bir ekonomide ise, bir tüketici veya bir firma sadece düşük riskli düşük beklenen getirili yatırımları seçebilirken; entegre olmuş piyasalarda bireyler bireylerin tüm risklerini çeşitlendirebilmeleri nedeniyle riskli ancak yüksek beklenen verime sahip projelere geçiş yapabilmektedirler. Son olarak, King ve Levine (1993), finansal sektörün derinliği ve ekonomik büyümeyi temsil eden değişkenler arasında; Antje ve Jovanovic (1992), hisse senedi piyasası işlem hacminin GSYİH'ya oranı ile ekonomik büyüme arasında anlamlı korelasyonlar belirlemişlerdir (Bkz. Tablo 1.1).

Finansal araçlar ve finansal piyasaların karması ile ifade edilen finansal yapı, ülkeler arasında ve tek bir ülkede zaman içinde önemli ölçüde değişiklikler göstermektedir. Örneğin, gelir açısından fakir ülkelere zengin ülkelere doğru, ticari bankalar ve sigorta şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları vb. gibi banka dışı finansal kurumların önemi artarken, merkez bankalarının rolü azalmaktadır. Hisse senedi piyasaları ve finansal sistemin bütünü, GSYİH'nın yüzdesi olarak fakir ülkelere kıyasla daha fazla büyüme eğilimi içindedir [Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996a:225].

Tablo 1.1 Seçilmiş Ülkelerde Hisse Senedi Piyasa Gelişme Göstergeleri, 1980-1991

EKONOMİ	HİSSE S. PİY. KAPİT./ GSYİH	TOPL. İŞLEM HACMİ/ GSYİH	TOPL. İŞL. H./ H.S.P. KAPİT.	ENDEKS 1 ^a	ENDEKS 2 ^b
HONG KONG	1.26	0.51	0.41	0.73	
JAPONYA	0.98	0.53	0.51	0.67	
ALMANYA	0.24	0.29	1.23	0.59	
İNGİLTERE	0.86	0.35	0.39	0.53	
A.B.D.	0.61	0.36	0.58	0.52	
SİNGAPUR	0.95	0.31	0.31	0.52	
İSVİÇRE	0.75	0.31	0.39	0.49	
G. AFRİKA	1.35	0.07	0.05	0.49	
MALEZYA	0.88	0.16	0.16	0.40	-0.07
G. KORE	0.22	0.17	0.69	0.36	-0.21
TAYLAND	0.21	0.18	0.67	0.35	-0.22
HOLLANDA	0.46	0.19	0.39	0.35	
AVUSTRALYA	0.49	0.15	0.30	0.31	
KANADA	0.46	0.13	0.29	0.29	
İSVEÇ	0.43	0.10	0.25	0.26	
MEKSİKA	0.10	0.05	0.69	0.26	-0.63
ÜRDÜN	0.48	0.07	0.14	0.23	-0.24
HİNDİSTAN	0.07	0.04	0.59	0.23	-0.26
NORVEÇ	0.18	0.08	0.42	0.23	
AVUSTURYA	0.08	0.05	0.51	0.22	
BREZİLYA	0.11	0.05	0.48	0.21	-0.97
FRANSA	0.23	0.08	0.32	0.21	
İSPANYA	0.21	0.07	0.31	0.20	
Y. ZELLANDA	0.38	0.06	0.16	0.20	
BELÇİKA	0.31	0.04	0.12	0.15	
İTALYA	0.15	0.04	0.23	0.14	
FİNLANDİYA	0.17	0.04	0.18	0.13	
ZİMBABVE	0.10	0.01	0.08	0.06	-0.71
PAKİSTAN	0.04	0.01	0.11	0.06	-0.20
TÜRKİYE	0.05	0.01	0.08	0.05	-0.31

Kaynak:[Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 1996:348]

Not:Ekonomiler, ENDEKS1 değerlerinin en yüksekte en düşüğe doğru dizilişine göre sıralanmıştır.

^aENDEKS 1, hisse senedi piyasası kapitalizasyonu (HSPK)/GSYİH, toplam işlem hacmi (TİH)/GSYİH ve toplam İşlem hacmi (TİH)/hisse senedi piyasa kapitalizasyonu (HSPK) oranlarının ortalamasıdır.

^bENDEKS 2, ENDEKS 1 göstergelerinin ve gelişen ülkeler için dahil bir UAVFM kullanılarak tahmin edilen fiyatlama göstergelerinin ortalamasıdır.

Benzer ekonomik gelişme seviyesinde bulunan ülkelerin finansal yapılarında da önemli farklılıklar görülmektedir. Örneğin, İngiltere’de 1990’da finansal sistemdeki varlıkların %65’i ticari bankaların varlıklarından oluşurken, bu oran Almanya’da %80’dir. Benzer şekilde, Almanya’da finansal sistemdeki varlıkların %15’i banka dışı varlıklardan oluşurken, İngiltere’de

bu oran %30'un üzerindedir. Buna göre, Almanya'da bankacılık kesiminin ağırlığı hissedilirken, İngiltere'de bankacılık dışı finansal kurumların daha gelişmiş olduğu görülmektedir. Daha genel kapsamda ifade edilecek olursa; ABD ile beraber Kanada, İsveç, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde finansal sistem içinde bankaların payı nisbeten düşükken; Fransa ile beraber Japonya ve Almanya'da nispeten yüksektir [Parasız, 1994:68]. Buna benzer anormallikler, gelişmekte olan ülkelerde de görülmektedir. Gelişen ülkelerde finansal varlıkların büyük çoğunluğu bankalarda tutulmaktadır. 1990'da finansal varlıklar toplamının içinde banka dışı varlıkların payı Malezya'da %18, Kore'de %28 olmuştur. Özel sigorta ve emekli fonlarına ait varlıkların, finansal varlıklar içindeki payı, Şili'de %30 ve Meksika'da sadece %3'tür.

Türkiye'de ise finansal sistem içinde bankaların ağırlığı çok büyüktür ve büyüme eğilimi artarak devam etmektedir (Bkz. Tablo 1.2). Menkul kıymet satışlarında bankalar ve banka dışı finansal aracılardan paylarının gösterildiği tablodan da görüldüğü gibi, bankacılık kesiminin ağırlığı son derece yüksektir. Bunun nedeni, devletin borçlanma gereğinin yüksekliği ve piyasalara en büyük borçlanıcı olarak girmesidir⁴. Bu şartlar altında, tasarrufların kamuya yönlendirilmesinde üstlendikleri misyonun bir sonucu olarak, bankaların finansal sektör içindeki ağırlıkları gittikçe artmaktadır.

Finansal sistemin ekonomik büyüme için taşıdığı önem konusunda olumlu düşünmeyen yazarlar da vardır. Stern (1989) ve Meier ve Seers (1984), yaptıkları kalkınma ekonomisi konulu çalışmalarında finansal sistemin, ekonomik gelişmedeki rolünden söz edilmemiştir. Bu ekonomistlere göre finansal sistem, ekonomik büyümede önemsiz bir role sahiptir. Ayrıca, 1995 Nobel ödüllü Robert Lucas, ekonomistlerin finansal faktörlerin, ekonominin gelişmesindeki rolünü çoğunlukla abarttığını iddia etmektedir. Robinson (1952), finansal sistemin ekonomik büyümeyi teşvik etmediğini, finansal gelişmenin basit olarak yalnızca reel sektördeki gelişmeye cevap verdiğini iddia etmiştir. Böylece, birçok güçlü ekonomist, ekonomik büyümede finansal sistemin, eğer varsa, çok küçük bir rolünün olduğunu kabul etmektedir [Levine ve Zervos, 1996:326].

4 Türkiye'de sermaye piyasalarından kaynak kullanımında kamu kesiminin payı çok yüksektir. Devlet tahvili ne hazine bonosunun, mali sistemdeki toplam menkul kıymetler cüzdanı içindeki payı, 1998 sonu itibarıyla % 85'i aşmaktadır [TCMB, 1999:32]. Ayrıca, ihraç edilen menkul kıymetler içinde kamunun payı 1993 yılındaki % 81'den, daha sonraki yıllarda sürekli %90 sınırının üzerinde seyretmiş ve 1998 yılı itibarıyla %96.5 düzeyine ulaşmıştır [DTM, 1999:121]. İkinci el piyasa işlemlerinde de kamunun ezici üstünlüğü söz konusudur ve kamu payı giderek artış eğilimini sürdürmektedir. İkinci el piyasa işlem hacmi içinde kamu payı 1990 yılında %82 iken, 1997 yılında %95 olmuştur [TCMB, 1998a:213].

Tablo 1.2. Kesimlere Göre Menkul Kıymet Satışları (%)

FİNANSAL ARACILAR	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
BANKALAR	85.6	78.7	85.1	93.6	88.3	84.0	92.5	97.9
ARACI KURUM ve KOMİSYONCULAR.	14.4	21.3	14.9	6.4	11.7	16	7.5	2.1
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: [DTM, 1999:121] ve [İTO, 2001:56]'den derlenmiştir.

*Ocak-Haziran dönemi

Sonuç olarak, finansal sistemin ve sermaye piyasalarının ekonomik büyüme ile olan ilişkisi ile ilgili olarak yaşanan ülke deneyimleri göstermiştir ki, finansal sistemin gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Ancak, iki değişkenden hangisinin ön koşul olduğu konusu hala açık değildir. Ekonomik büyümenin, sadece finansal sistemin başarısı ile açıklanamayacak çok sayıda boyutu söz konusudur. Uygulanan para ve maliye politikaları, sosyal ve politik istikrarın varlığı gibi etkenler de ekonomik büyüme ve finansal sistemin başarısı üzerinde etkilidir.

1.2. Sermaye Piyasaları

İktisadi açıdan piyasa, alıcı ve satıcıların birbirleri ile karşılıklı iletişim içinde oldukları ve mübadelenin meydana geldiği yer olarak tanımlanmaktadır. Piyasa, mekan olgusundan soyutlanmış teorik bir kavramdır. Piyasa mekanizması, harcamalarının üzerinde geliri olan kişilerin elindeki tasarrufların, gelirlerinin üzerinde harcamaya sahip olan kişilerin eline geçmesini mümkün kılmaktadır [Sarıkamış, 1995:5].

Finansal piyasalar, fon transferindeki vadeler temelinde, para ve sermaye piyasaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Kısa süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı finansal piyasaya para piyasası adı verilmektedir. Kısa vadeli fonlar (genellikle bir yılı aşmayan), menkul kıymet ve kredi yoluyla para piyasasında el değiştirmektedir. Finansal piyasaların ikinci türü olan sermaye piyasalarının, taşıdığı önem ve çalışmanın kapsamı açısından daha ayrıntılı olarak ele alınmasında yarar görülmektedir.

1.2.1. Sermaye Piyasası Kurumları, Araçları ve Fonksiyonları

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebini karşı karşıya getirmektedir. Bu piyasadan orta ve uzun vadeli krediler ile tahvil ve

hisse senedi gibi finansal araçlar aracılığıyla sağlanan özkaynak ve yabancı kaynak niteliğindeki fonlar, daha çok duran varlıkların finansmanında kullanılmaktadır [Karlı, 1994:23].

Sermaye piyasasının en önemli fonksiyonu, bir ekonomide küçük tasarrufları büyük yatırımlara dönüştürmesidir. Böylelikle, kendi başına ekonomik ölçekte bir yatırım yapmaya yetmeyecek fonların atıl kalması veya görece olarak yeterli katma değer yaratmayacak yatırımlara kayması önlenmektedir. Bu fonların rasyonel bir şekilde, verimli ve karlı yatırımlara özkaynak veya ödünç olarak tahsisi sağlanmakta, bu da ülke ekonomisinin gelişmesine önemli katkılar yapmaktadır. Sonuç olarak, fonların verimli kullanımı ve gerçekleştirilen karlı yatırımlar, fon sahiplerine yüksek getiriler sağlamakta ve tasarruf eğiliminin artmasına yardım etmektedir. Sermaye piyasası fon sahipleri ile fonları kullananlar arasında fonların akışını en az aracı ile ve süratle sağlar. Bu durum, fonları kullanan yatırımcıların fonları daha düşük maliyetle ve daha uzun dönemli kullanabilmelerini mümkün kılar. Başarılı bir sermaye piyasası, küçük tasarrufları biriktirerek, kısa vadeli fon arzlarının vadelerini ayarlayarak sürekli ve uzun vadeli fonlara dönüştürerek, sunduğu geniş finansal araç zenginliği ile riski azaltma ve dağıtma imkanı sağlayarak ve fon transfer maliyetlerini azaltarak ekonominin gelişmesi ve canlanmasına çok önemli katkılar yapabilir [Parasız, 1994:64-66]. Bu avantajlar, yatırımcıları uyararak daha fazla yatırım yapmalarını teşvik edecek ve büyük miktarda kaynak gerektiren veya riskli kabul edilen, bunun karşılığında beklenen verimi yüksek yatırımların gerçekleştirilmesini daha mümkün hale getirecektir.

1.2.2. Sermaye Piyasalarının Sınıflandırılması

Sermaye piyasalarının çok farklı şekillerde sınıflandırılması mümkündür. Sermaye piyasalarının büyüme ve gelişmesinin en önemli ayaklarından birisi, sermaye kontrollerinin kaldırılmasıyla yabancı yatırımcıların bu piyasalarda yatırım yapabilmelerinin ve dolayısıyla uluslararası finansal sistemle bütünleşmesinin sağlanmasıdır. Bu açıdan, finansal piyasalarının daha entegre hale geldiği günümüzde; piyasalar, global dünyadaki konumları açısından bir sınıflandırmaya tabi tutulmuştur. Daha önce sermaye piyasalarının diğer sınıflama biçimlerine de kısaca değinilecektir.

1. Finansal Varlığın Yeni İhraç Olup Olmadığına Göre Sermaye Piyasaları:

Sermaye piyasasında işlem yapılan finansal varlığın yeni ihraç edilmiş olması veya daha önceden ihraç edilen bir finansal varlık olması, gerek alım

satımın doğurduğu sonuçlar, gerekse alım satımın tarafları ve alım satımın organizasyonu açılarından önemli farklılıklar göstermektedir.

Birincil piyasalar: İlk kez ihraç edilen menkul kıymetlerin ilk alıcılara satıldığı piyasalardır. Sermaye piyasalarının asıl fonksiyonu olan tasarrufların en etkin yoldan yatırımlara dönüştürülmesi bu piyasalarda gerçekleştirilmektedir. Bu piyasada, menkul kıymet ihraç eden (fon talep eden) kuruluşlar ile menkul kıymet satın alan (fon arz eden) kuruluşlar veya bu ikisinin adına işlem yapan aracı kuruluşlar karşılaşmaktadır.

İkincil piyasalar: Daha önce ihraç edilmiş ve halen sermaye piyasasında tedavülde olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır.

2. Sermaye Piyasasının Organize Olup Olmadığına Göre Sermaye Piyasaları:

Sermaye piyasasının organize olup olmadığına göre, sermaye piyasaları menkul kıymet borsaları ve tezgah üstü piyasalar olmak üzere iki farklı şekilde düzenlenebilmektedir. Bu iki organizasyon da, ikincil piyasaların organize edilmeleri ile ilgilidir ve ikincil piyasa işlemlerini içerir.

Menkul kıymet borsaları: Menkul kıymet alıcıları ve satıcılarının merkezi bir yerde karşılaşmasına imkan veren, kendine özgü işleyiş kuralları olan, devletin daha sıkı denetim ve gözetimi altında tuttuğu, menkul kıymet borsaları şeklinde örgütlenmiş piyasalardır. Bu konu üzerinde daha sonra ayrıntılı olarak durulacaktır.

Tezgahestü piyasalar: Piyasa için tahsis edilmiş belli bir mekan olmadan, menkul kıymetlerin alıcı, satıcı ve dealerlar arasında serbestçe alınıp satıldığı serbest finansal piyasalardır. Tezgahestü piyasalar, çeşitli ülkelerde farklı yapılara ve çalışma kurallarına sahiptir. En büyük tezgahestü piyasa, ABD’de bulunan NASDAQ’tır.

3. Finansal Varlık Türüne Göre Sermaye Piyasaları:

Sermaye piyasalarında işlem gören temel iki finansal varlık vardır. Bunlar; borçlanma ilişkisine dayanan tahviller ve ortaklık ilişkisi doğuran hisse senetleridir. Üçüncü bir araçtan söz edilecekse bu, temel finansal araçlardan türetilen türev ürünlerdir.

Hisse senedi piyasaları: Hisse senedi piyasaları, hisse senetlerinin gerek ilk ihraç sırasında, gerekse ikinci elde, borsalarda veya tezgahestü piyasalarda alınıp satıldığı piyasalardır. Hisse senedi piyasaları, son yıllarda ister birincil isterse ikincil piyasalar (özellikle hisse senedi borsaları) olsun, çok hızlı gelişme göstermiştir. Bu piyasalar, daha sonra ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

Tahvil piyasaları: Tahviller, belli bir vade sonunda daha önceden belirlenmiş faizi ile birlikte anaparanın geri ödenmesini öngören borçlanma belgeleridir. Tahvil piyasaları, özel ve kamu kesimine ait tahvillerin işlem gördüğü piyasalardır ve daha genel bir çerçevede borç piyasası olarak ifade edilebilir.

Türev piyasalar: Son yıllarda finansal piyasalarda gözlenen hızlı gelişmelerin yanısıra ihtiyaçların son derece çeşitlenmesi finansal hizmetlerin artması ve gelişmesine neden olmuştur. Bu bağlamda, hisse senedi, tahvil, döviz ve mallar gibi temel ürünlere dayanılarak üretilen ve temel ürünlerin alacağı fiyatlara göre değeri belirlenen finansal araçlara türev ürünler adı verilmektedir. Türev ürünler, temel varlıkların alınıp satılmasında daha fazla esneklik sağlama avantajı sağlamaktadır. Türev piyasalar, firmalara kur, vade, faiz oranı profillerini kolayca değiştirme ve finansal riski yönetme; finansal piyasalarda fiyat dalgalanmalarını azaltma imkanı sağlamaktadır. Bütün bu avantajlar, yatırımcıları daha fazla yatırım yapmaya yönlendirebilmektedir [Kayacan ve Gürbüz, 2001:6]. Türev piyasalar çok hızlı bir gelişme göstererek, toplam sözleşme tutarı 16 trilyon dolar, üstlenilen toplam risk, sözleşme tutarının iki katı, yani 32 trilyon dolar düzeyine ulaşmıştır. ABD GSMH'sının 6.4 trilyon dolar olduğu düşünüldüğünde, bu piyasaların ulaştığı düzeyin daha iyi anlaşılması mümkündür [Kozanoğlu, 1994:56].

1.2.2.1. Global Açıdan Sermaye Piyasaları

1982 yılındaki borç krizi sonrasında yaşanan gelişmeler, hükümetler arası krediler ve banka kredileri şeklinde gerçekleşen yabancı sermaye akımlarının yerini menkul kıymetlere dayalı finansal işlemlerin almasına yol açmıştır. Liberalleşme eğilimleri ile sermaye piyasalarının hızla globalleştiği bu dönemde, enflasyon oranları düşmüş, uluslararası bankacılıkta kar marjları daralmış ve rekabet artmıştır. İçer dönük ulusal ekonomi modelleri ve uygulamalarının yerini, sermayenin uluslararası alanda rahatça dolaşabildiği, buna engel oluşturabilecek her türlü sınırlamaların kaldırıldığı bir dünyada dışa dönük ekonomi modelleri almıştır.

Bu süreç, sermaye piyasalarını da, ulusal ve dışa kapalı yerel piyasa özelliklerini terk etmeye ve dışa açık, global piyasalar haline dönüşmeye zorlamıştır. Londra ve New York gibi önemli finansal merkezlerde oluşturulan ADRs (American Depository Receipts) ve GDRs (Global Depository Receipts) piyasaları, ülke fonları ve özelleştirmeler yoluyla uluslararası menkul kıymet ihraçlarının ortaya çıkması ve kıyı bankacılığının gelişmesi ile uluslararası sermaye hareketleri önemli hacimlere ulaştırmıştır [Tezcanlı ve Diğ. 1994:10-11]. Teknolojideki gelişmelerin ve artan rekabetin de katkısı

ile, önceleri birbirinden bağımsız olarak faaliyet gösteren piyasalar, adeta tek bir piyasaymış gibi çalışmaya başlamışlardır [Alp, 1999:61].

Faaliyet gösterdikleri coğrafik alanın da ötesinde, yukarıda belirtilen globalleşme eğilimlerine ne denli cevap verebildikleri açısından, sermaye piyasalarının aşağıdaki biçimde sınıflandırılması mümkündür:

1.2.2.1.1. Uluslararası Piyasalar

Uluslararası finansal piyasalar, çeşitli nedenlerle kendi ülkeleri dışındaki piyasalardan finansman sağlamayı amaçlayan devlet veya şirketlerle, tasarruflarını, yine çeşitli nedenlerle kendi ülkeleri dışındaki kuruluşlara kullandıran kişi ve kuruluşların oluşturdukları piyasalar olarak tanımlanabilir [Akyüz, 1993:11]. Bu piyasalarda, sadece ait oldukları ülke menkul kıymetlerinin değil, başka ülkelere ait menkul kıymetlerin hem yerli ve hem de yabancı yatırımcılar tarafından rahatlıkla alınıp satılmaktadır.

Yatırımcıların, daha yüksek getiriler elde etmek ve portföylerinin riskini azaltma isteği, onları sürekli olarak alternatif yatırım alanları aramaya yöneltmektedir. Riskin uluslararası düzeyde çeşitlendirilerek daha düşük riske ve daha yüksek verime sahip portföylerin elde edilmesinin mümkün hale gelmesi ile portföylerin boyutu ulusal boyutları aşarak uluslararası hale gelmiştir. Bu çerçevede, uluslararası yatırım fonları kurulmuş, ülke fonları oluşturulmuş, menkul kıymet piyasaları yabancı yatırımcılara açılmış ve yeni piyasalara yatırım yapılması yaygınlaşmaya başlamasıyla uluslararası yatırım kuruluşları etkinliklerini arttırmıştır. Tüm bu nedenlerle menkul kıymet alış verişi, ulusal sınırları aşarak yaygın şekilde çok uluslu ve uluslararası boyut kazanmıştır. Bu gelişme sonunda gelişmekte olan ülkelere ait “gelişen piyasalar” önem kazanmıştır [Ünal, 1991:21]. Bu piyasalardan kaynak sağlayan ihraççılar ise, temelde finansman maliyetini düşürmek, miktar olarak yeterli kaynağa ulaşabilmek veya belirli düzenlemelerin getirdiği sınırlamaları aşabilmek amaçlarını gütmektedirler.

Bazı finansal piyasalar yabancı yatırımcılar için oldukça cazip durumdadır. Bu piyasaların taşıdığı ortak özellikler; uluslararası sermaye hareketlerinin serbest hale getirilmesi, ekonomi politikalarının liberalleştirilmesi, yabancı şirketlerin kotasyonuna izin verilmesi ve politik istikrarın sağlanarak ülke riskinin düşürülmesi gibi koşulların sağlanmış olmasıdır. Finansal piyasalar kendi dışındaki uluslararası finansal sisteme entegrasyonu ölçüsünde uluslararasılaşması ile sermaye tahsisi optimale yaklaşacak ve fonlar en etkin yoldan en verimli yatırım alanlarına kanalize edilebilecektir.

1.2.2.1.2. Bölgesel Piyasalar

Coğrafi konumları itibariyle birbirine yakın ülkelerin izledikleri para ve sermaye politikaları çerçevesinde, sermaye piyasalarında bir entegrasyon oluşturmaları sonucunda oluşan piyasalar, bölgesel piyasalar olarak adlandırılmaktadır. Bölgesel piyasalara örnek olarak Nordquote sistemi verilebilir. Nordquote, İskandinav ülkeleri olarak bilinen Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç'te borsalar arası bilgi iletişim sistemine dayanan ülkelerarası ortak bir işbirliği anlaşmasıdır. Bu sistem ile Kopenhag, Helsinki, Oslo ve Stockholm borsalarında İskandinav ülkelerine ait hisse senetlerinin alım satımını gerçekleştirmek mümkün olmaktadır [Tezcanlı ve Diğ, 1994:16].

1.2.2.1.3. Ulusal Piyasalar

Bir ülkede, ulusal sınırların bütünü içinde faaliyet gösteren piyasalardır. Ülkedeki tüm işletmeler, gerekli kotasyon şartlarını sağladıklarında ulusal borsalara üye olabilirler. Kapalı ekonomiye sahip ülkelerde, yabancı yatırımcılara uygulanan kambiyo ve sermaye kontrollerinin varlığı bu piyasaların ulusal sınırların ötesinde faaliyet göstermesini engellemektedir.

1.2.2.1.4. Yerel Piyasalar

Yerel piyasalar, bir ülkenin belli bir bölgesinde faaliyet gösteren ve ulusal piyasada işlem görmesi mümkün olmayan (kotasyon şartlarının ağırlığı nedeniyle) yerel işletmelere ait menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Bazı ülkelerde şirketler ilk olarak buldukları bölgelerde yer alan yerel borsalara kote edilmekte, buradaki performansının yeterli olması halinde ulusal borsaya alınmaktadır. Elektronik ve telekomünikasyon teknolojilerinin hızlı gelişiminin mesafe kavramını yok etmesi ile beraber bu borsaların öneminin azaldığı kabul edilmektedir [Ünal, 1991:47].

1.3. Hisse Senedi Piyasaları ve Menkul Kıymet Borsaları

Finansal piyasalarda işleme konu olan varlığın hisse senedi olduğu, ister ilk ihraçları kapsayan birincil piyasaları ve isterse ikinci el işlemleri kapsayan ikincil piyasalarında ve hatta başka bir açıdan menkul kıymet borsalarında veya tezgahüstü piyasalarda yapılan tüm işlemler hisse senedi piyasalarını oluşturmaktadır. Hisse senedi piyasalarının en önemli birimi menkul kıymet borsalarıdır. Gelişmiş bir hisse senedi borsası, güçlü bir birincil hisse senedi piyasasının ön koşullarından biridir.

1.3.1. Hisse Senedi Piyasalarının En Önemli Unsuru Menkul Kıymet Borsaları

Menkul kıymet borsaları, ikincil piyasa işlemlerinin yani birincil piyasada ilk kez ihraç edilmiş menkul kıymetlerin ikinci elde alım satımının organize olarak gerçekleştirildiği yerlerdir. Borsalar, menkul kıymet alıcı ve satıcılarını veya onlar adına hareket eden aracılara belli bir mekanda buluşturmakta ve kayıtlı bulunan hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetlerin düzenlenmiş kurallar çerçevesinde alım-satımının yapılmasına imkan vermektedir. Menkul kıymet borsaları, sermaye piyasasının değil menkul kıymet piyasalarının bir kurumudur. Burada menkul kıymetler, ait oldukları şirketlerden bağımsız olarak bir mal gibi alınıp satılmakta, hisse senedinin ait olduğu şirket, bu alım satımlardan doğan fon akışından direkt olarak etkilenmemektedir.

1.3.1.1. Menkul Kıymet Borsalarının Önemi ve Fonksiyonları

Menkul kıymet borsalarının, yatırımcılar ve finansal varlık sunarak fon talep eden işletmelere, genel anlamda da sermaye piyasasına sağladığı birçok yarardan söz edilebilir. Ancak bunlardan ilk ikisi çok temel niteliktedir [Sarıkamış, 1995:92-93; Karılı, 1994:178-180; İMKB, 1999:10-12]:

- **Devamlı Pazar Oluşturma ve Likidite Sağlama:** Borsaların en önemli fonksiyonlarından birisi, menkul kıymetler için devamlı bir pazar oluşturmak, menkul kıymetlerin en kolay yoldan el değiştirmesini ve paraya dönüşmesini sağlamaktır. Bu, finansal varlık için talebin varlığının ve sürekliliğinin bir göstergesidir. Devamlı pazar, finansal varlıkların küçük fiyat dalgalanmaları ile kolaylıkla alınıp satılabilmesi anlamına gelmekte ve likiditenin bir koşulu olarak önem taşımaktadır. Devamlı bir pazar, bir yandan mevcut ve potansiyel hisse senedi yatırımcıları yatırım için teşvik ederken; diğer yandan şirketleri yeni menkul kıymet ihraç etmek ve yeni yatırımlar yapmak için cesaretlendirir. Güçlü bir likit ikincil piyasanın varlığı, birincil piyasanın potansiyel büyüklüğünü ve reel yatırımlar için kaynak sağlama gücünü ifade eder.
- **Tek ve Doğru Bir Fiyat Oluşturma:** Borsalar, kote edilmiş menkul kıymetlerin fiyatlarını arz ve talebi serbest bir şekilde karşılaştırarak, doğru bir şekilde belirlenmesini sağlarlar. Menkul kıymetlerin temsil ettiği şirketlerle ilgili en son ve doğruluğu denetlenmiş finansal veriler, borsa aracılığıyla işlem yapacaklara ve tüm kamuoyuna sunulur. Dolayısıyla, en azından teorik olarak borsalarda oluşan fiyatların doğru fiyatlar olduğu kabul edilebilir. Borsanın, menkul kıymetleri böyle tek ve doğru olarak fiyatlandırması, tasarruf sahipleri ve menkul kıymet ihraççısı yatırımcılara güven verir. Doğru bir şekilde belirlenen ve kar-

şıklı olarak güven duyulan fiyatlar, tasarrufçuların tasarruflarını menkul kıymet yatırımına dönüştürmede ve işletmeleri de menkul kıymet ihraç etmede teşvik edici olur.

- **Güvence:** Menkul kıymet borsaları, kendisine üye olmak için başvuran şirketleri yakından inceler ve belirlenen ön koşulları sağlayan şirketleri kote eder. Borsa kotuna alınan şirketler de sürekli gözlem altında bulundurulur ve belirli koşulları yerine getirmesi sağlanır. Menkul kıymetlerin temsil ettiği şirketlerle ilgili en yeni ve doğru finansal veriler, borsa aracılığıyla işlem yapacaklara ve kamuoyuna sunulur. Borsada geliştiği güzel olarak her şirketin işlem görememesi ve belli kurallar çerçevesinde faaliyet göstermesi, manipülasyonları, aşırı fiyat dalgalanmalarını engelleyerek yatırımcılar için önemli bir güvence oluşturur.
- **Sermayeye Akışkanlık Sağlama:** Borsaların menkul kıymetlere sürekli bir pazar sağlaması sonucu, yatırımcılar fonlarını daha fazla gelişme gösteren, daha karlı çalışan sektörlerle, şirketlere kaydıracaklardır. Böylelikle, sermaye piyasalarının etkin kaynak tahsisi sağlaması, menkul kıymet piyasalarının iyi işlemesi ile daha kolay temin edilebilir. Diğer taraftan, borsadaki menkul kıymet işlemleri yoluyla, güçlü şirketlerin mali durumları zayıflayan ve menkul kıymetleri değer kaybeden şirketlerin hisse senetlerini toplamaları ve birleşme ya da ele geçirme olarak adlandırılan faaliyetleri gerçekleştirmeleri mümkündür. Bu da sanayide yapısal değişikliğin kolaylaşması, kötü yönetilen, güç durumdaki işletmelerin borsa kanalıyla, tecrübeli ve başarılı kadrolara geçmesi anlamına gelmektedir [Bolak, 1991:35].
- **Mülkiyeti Tabana Yayma:** Borsalar; küçük tasarruflara sahip olan ancak, yeterli veri kaynaklarına ve teknik bilgiye sahip olmayan bireysel yatırımcıların, güvenli bir şekilde yatırım yapabilmeleri için uygun bir alışveriş ortamı sağlayarak, sınai mülkiyetin geniş halk kesimlerine yayılmasında ve toplumda orta sınıfın oluşturulması ve güçlendirilmesinde önemli bir görev üstlenmektedir. Borsalar, şirketlerin halka açılmasını ve bu yolla sermayenin tabana yayılmasını teşvik eder. Piyasada etkinlik yoksa ancak blok halinde hisse senedi satışları yapılabilir. Etkin ikinci el piyasalarda çok kişiye küçük miktarlarda satış yapılarak sermayenin tabana yayılması mümkün olur. Şirketteki kontrolünü başka büyük bir ortağa devretmek istemeyen ortak açısından bu nokta önemlidir.
- **Ekonomiye Kaynak Sağlama:** Borsalar, sermaye piyasasına sağladığı yukarıda da belirtilen katkılarıyla sermaye hareketlerini kolaylaştır-

makta ve hızlandırmaktadır. Borsaların gelişmesi ile sermaye piyasalarında ortaya çıkacak dinamizm, ekonomide yatırım yapma eğilimini arttıracak ve fonlar daha üretken ve daha karlı yatırım alanlarına yönelecektir. Piyasa ekonomisinin hakim olduğu bir ortamda ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması şeklinde ortaya konulabilen kaynak sorununun çözümlenebilmesi için etkin bir piyasanın varlığı önemlidir.

- **Menkul Kıymetlerle İlgili Bilgilere Kolay Ulaşma:** Borsalar, birinci el piyasalarda vade, fiyat ve diğer koşulların belirlenmesinde kullanılacak bilgileri sağlayarak şirketlerin daha objektif bilgilere dayanarak kaynak maliyeti hesaplamalarına olanak tanır ve birinci el piyasalarda sınırlı kaynakların en etkin alanlarda kullanılması sağlar. İkinci el piyasalarda kullanılacak fiyat ve oranların belirlenmesinde borsalarda oluşan fiyat ve oranlar dikkate alınır. Borsa bülteni ve diğer basın yayın organları vasıtasıyla borsalarda oluşan fiyatlar, şirket haberleri ve finansal raporları yatırımcılar tarafından kolaylıkla ve en ucuz maliyetle edinilir.
- **Ekonominin Göstergesi Olma İşlevi:** Borsalarda her gün yüzlerce hisse senedi ve tahvil işlem görmekte, bunların fiyatı hemen yayımlanmaktadır. Menkul değerlere olan talebin şiddetine ve sunulan menkul değerlerin hacmine göre, fiyatlar sürekli olarak değişir. Fakat borsada menkul değerlerin fiyatını etkileyen asıl faktör bunları ihraç eden şirketlerin mali bünyeleri, dereceleri ve yüksek karlılık durumlarıdır. Eğer şirket başarılı ise hisse senetleri için talep arttığı gibi, fiyatlar da yükselir. Böylece bu tür menkul değerleri çıkarmış bulunan kuruluşlar, sürekli bir sınava ve değerlendirmeye tabi tutulmuş olurlar. Bir şirkete ait hisse senetlerinin borsada oluşan fiyatları, fiyatların çıkış yapması veya düşmesi o şirketin performansının en iyi göstergesidir. Böylece borsa oluşan fiyatlar, tasarruf sahipleri, yatırımcılar, teşebbüs yöneticileri ve iktisatçılar için çok yararlı bir gösterge olmaktadır.

Borsada kote edilen hisse senetlerine göre düzenlenen fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında toplu fikir ve gelecek hakkında önceden tahminler yapmaya yarayan veri niteliğindedir. Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin, örneğin savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi durumların ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri borsalardır.

1.3.2. Gelişme Derecelerine Göre Hisse Senedi Piyasaları

Menkul kıymet borsaları, hisse senedi ikincil piyasaların somutlaşmış olan kurumlarıdır. Bu açıdan genel olarak hisse senedi piyasalarını sınıflandırmadan önce, borsaların türleri incelenecektir. Menkul kıymet borsaları, geleneksel olarak gelişme derecelerine göre beş grupta ele alınmaktadır [Ünal, 1991:47 ve Karşlı, 1994:192-195].

Süper Borsalar: Bu borsalarda en ileri bilgi işlem teknolojisinin kullanıldığı ve çok yüksek işlem hacmine sahip olan borsalardır. Bu borsalar; New York Borsası (NYSE), Tokyo Borsası (TSE), Londra Borsası (LISE)'dir.

Büyük Borsalar: Bu borsalar arasında, Amerikan Borsası, Hong Kong Borsası, Paris Borsası, Milano Borsası, Frankfurt Borsası ve Amsterdam Borsası gösterilmektedir.

Orta Büyüklükteki Borsalar: Bu borsalar arasında ABD'de Boston, Philadelphia, Chicago Futures, Chicago Opsiyon Borsaları; Avrupa'da, Düsseldorf, Berlin, Hamburg, Münih, Madrid, Barcelona, Brüksel, Stockholm Borsaları; Uzakdoğu ve Okyanusya'da Seul, Tayvan, Singapur, Sydney, Bombay, Karachi Borsaları vardır [Karşlı, 1994:195].

Küçük Borsalar: Yukarıda sayılan borsaların dışında kalan borsalar küçük borsa olarak görülmektedir. Bu borsalara örnek olarak, Atina, Viyana, Amman, Helsinki, Nijerya, Zimbabve, Türkiye vs. verilebilir.

Bölgesel (Yerel) Borsalar: Bazı ülkelerde (İngiltere, Fransa) ulusal borsalara kotasyon şartlarına sahip olmayan yerel şirketlerin işlem gördüğü borsalardır. Burada başarılı bulunan şirketler, ulusal borsalara alınmaktadırlar.

Son dönemlerde ülke ekonomilerinde ve borsaların gelişme düzeylerinde hızlı gelişmeler yaşanmaktadır. 1990'ların başından itibaren serbest piyasa ekonomi modeline geçiş yapmış, merkezi planlı ekonomiye sahip ülkelerde de yeni borsalar kurulmuş ve bu borsalar hızlı bir gelişme göstermiştir. Yaşanan uluslararası entegrasyon ile ekonomiler ve piyasalar arası mesafeler kısalmış, gelişme dereceleri arasındaki uçurumlar kapanmıştır. Bu nedenle, yukarıda ifade edilen sınıflandırmanın yerine, hisse senedi piyasaları gelişmiş ve gelişen borsalar olmak üzere temel iki grupta ele alınmaktadır. Bu kısımda kısaca değinilecek olan gelişen piyasalar konusuna daha sonraki bölümde ayrıntılı olarak yer verilecektir.

1.3.2.1. Gelişmiş Piyasalar

Önceleri süper borsalar olarak adlandırılan gelişmiş borsalar ve gelişme yolundaki borsalar için kesin bir tanımlama mevcut değildir. Bir piyasanın

gelişmiş olup olmadığı, piyasa kapitalizasyonu, işlem hacmi, yerel yatırımcı ve kurumsal yatırımcı tabanı, türev piyasaların varlığı, menkul kıymet çeşitliliği, devir hızı, yeni ihraç miktarı, piyasaya giriş ve çıkış serbestliği, dışa açıklık derecesi, teknolojik altyapı vb. kriterlere bakılarak değerlendirilmektedir. Gelişmiş piyasalar, yapısal düzenlemelerin geniş tabanlı yatırımcı güvenine ve rekabetçi piyasaya kolaylık sağladığı; likidasyon ve alım-satım faaliyetlerinin artmasına uygun, piyasanın geniş, özel sektörün ekonomiye hakim olduğu; bilginin kolaylıkla sağlanabildiği; kamuyu aydınlatma kuralına ilişkin standartların yüksek olduğu bir yapıya sahiptir [Ugan, 1997:58].

1.3.2.2. Gelişen Piyasalar

Değişik tanımlara rastlanmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelere ait hisse senedi piyasalarını yakından takip eden IFC'nin "gelişen piyasa" tanımı yaygın olarak kabul görmektedir. Buna göre gelişen piyasalar, küçük ve durgun piyasalar karşısında gerek hacim olarak, gerekse sofistikasyon anlamında belirli bir gelişme sürecine giren, büyüme sürecine giren piyasaları ifade etmektedir. Daha geniş bir açıdan, gelişme potansiyeline sahip oldukları düşüncesiyle, gelişmekte olan ülkelerdeki tüm piyasalar gelişen piyasa olarak kabul edilmektedir. Genel olarak ifade edilecek olursa; gelişen piyasalar, piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmi düşük, işlem gören şirket sayısı vb. göstergeler açısından gelişmiş piyasalara oranla daha geri durumdadırlar.

1.3.3. Hisse Senedi Piyasalarının Ekonomik Açıdan Önemi ve Fonksiyonları

Literatürde hisse senedi piyasasının gelişme derecesinin uzun dönemli ekonomik büyüme ile yakın ilişki içinde olduğu sıkça raporlanmaktadır⁶. Gelişmiş bir hisse senedi piyasası, tasarruflara akışkanlık kazandırmada, sermayenin tahsisinde, işletmelerin kontrolü için çaba göstermede ve risk yönetimini kolaylaştırmada yaptığı katkılarla ekonomik büyümeyi etkileyebilmektedir⁷ [Levine ve Zervos, 1996:324-325]. Hisse senedi piyasalarının fonksiyonları, aşağıda sıralanan başlıklarda ele alınacaktır.

-
- 5 IFC, gelişmekte olan ülkelerde özel girişimlere çok yönlü kaynak sağlayan, üye ülkelerde verimli ve karlı özel girişimlerin büyümesine ve yabancı kaynak ihtiyaçlarının karşılanmasında uluslararası sermaye piyasalarının kullanabilmelerine destek veren bir Dünya Bankası kurulusudur [IFC,1997:1].
 - 6 Literatürde hisse senedi piyasalarının ekonomik büyüme ilişkisi üzerine bkz. Devereux ve Smith (1994), Obstfeld (1994), Feldman ve Kumar (1995),Bencivenga, Smith ve Starr (1996) ile Levine (1991), Levine ve Zervos (1996), Demirgüç-Kunt ve Levine (1996a ve 1996b), Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1996).
 - 7 Bununla birlikte, hisse senedi piyasalarının ekonomik büyüme için taşıdığı önem hakkında bazı teorik anlaşmazlıklar da mevcuttur. Mayer (1988), büyük hisse senedi piyasalarının işletmelerin finans kaynakları arasında önemsiz bir yere sahip olduğunu ileri sürmüştür. Stiglitz

1.3.3.1. Likidite Sağlama

Literatürde hisse senedi piyasa likiditesi üzerine yapılan çok sayıda çalışmada, hisse senedi piyasalarının likiditeleri aracılığıyla ekonomik faaliyetleri etkileyebileceği üzerinde durulmuştur. Yüksek verimli çoğu proje, uzun vadeli sermaye taahhüdünü gerekli kılmakla birlikte yatırımcılar, genel olarak tasarruflarını kontrol etmekten uzun süreli feragat etmede isteksiz davranırlar. Bu yüzden, likiditesi yüksek piyasalar veya finansal araçlar olmadan, çok az miktarda yatırım yüksek verime sahip projelere yönelebilir. Hisse senedi piyasaları, bu paradoksu hafifleterek, firmalara özkaynak ihracı yoluyla sağladıkları sermayeyi sürekli olarak kullanma, yatırımcılara da likit varlıklara (hisse senedi gibi) sahip olma imkanı sağlamaktadır. Likit hisse senedi piyasaları, başarı için uzun bir döneme ihtiyaç duyan projelerin yatırım maliyetlerini azaltmaktadır. Likit bir hisse senedi piyasası ile birlikte, bireysel yatırımcılar yatırım projesi süresince tasarruflarını kullanma hakkını kaybetmezler. Çünkü yatırımcılar şirketteki sermaye paylarını çabuk, ucuz ve kendinden emin bir şekilde satabilirler. Böylece, daha likit hisse senedi piyasaları uzun dönemde, potansiyel olarak daha karlı projelere yatırım yapmayı kolaylaştıracak, bu suretle sermaye tahsisi iyileşecek ve uzun süreli büyüme için umutları arttıracaktır [a.g.e., s.326-327].

1.3.3.2. Risk Çeşitlendirmesi

Hisse senedi piyasa gelişmesinin ekonomik büyümeyi etkileyebilecek diğer bir aracı da uluslararası entegre hisse senedi piyasaları aracılığı ile risk çeşitlendirmesi yapılabilmesidir. Saint-Paul (1992), Devereux ve Smith (1994) ve Obstfeld (1994), hisse senedi piyasalarının riski çeşitlendirmek için bir imkan sunduğunu örneklerle kanıtlamışlardır. Uluslararası alanda entegre olmuş hisse senedi piyasaları aracılığıyla uluslararası risk çeşitlendirmenin tasarrufları olumlu yönde etkilediğini, kaynak tahsislerini iyileştirdiğini ve ekonomik büyüme oranını hızlandırdığını göstermişlerdir [Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996b:293].

Daha fazla risk çeşitlendirmesi, ekonomik büyümeyi, yatırımları daha yüksek verime sahip projelere dönüştürerek etkileyebilmektedir. Sezgisel olarak, yüksek beklenen verime sahip projelerin, karşılaştırmalı olarak daha

(1985, 1994), hisse senedi piyasa likiditesinin, şirketler hakkında bilgi elde etme ve şirket yönetiminin çaba gösterme güdüsünü arttırmayacağını söylemektedir. Üstelik, Devereux ve Smith (1994), uluslararası alanda entegre olmuş hisse senedi piyasaları aracılığıyla riski daha fazla bölüştürmenin, aslında tasarruf oranlarını düşürebileceği ve ekonomik büyümeyi zedeleyebileceğini vurgulamaktadır. Son olarak Sheifer ve Summers (1988) ve Morck, Shleifer ve Vishny (1990a, 1990b), hisse senedi piyasalarının gelişmesinin beklenen aksine, şirket ele geçirmelerini kolaylaştırarak ekonomik büyümeye zarar verebileceğini belirtmişlerdir [Levine ve Zervos, 1996:324].

riskli olma eğilimi taşıdığı söylemek mümkündür. Uluslararası entegrasyona sahip hisse senedi piyasaları vasıtasıyla yapılacak çok iyi risk çeşitlendirmesi, yüksek verimli ancak riskli projelerin çoğalması ve gerçekleşmesine yardım edecektir⁸ [Levine ve Zervos, 1996:326-327].

1.3.3.3. Sermaye Tahsisini İyileştirme ve Sermayeye Akışkanlık Sağlama

Borsaların menkul kıymetlere sürekli bir pazar sağlaması sonucu, yatırımcılar fonlarını daha fazla gelişme gösteren, daha karlı çalışan sektörlerle, şirketlere kaydırabilirler. Menkul kıymet piyasalarının iyi işlemesi, sermaye piyasalarının etkin kaynak tahsisini kolaylaştırmaktadır. Gelişmiş hisse senedi piyasaları, tasarrufların hareket etme maliyetlerini azaltarak daha üretken teknolojilere yatırım yapılmasını mümkün kılmaktadır. Likit ve etkin hisse senedi piyasaları, tasarrufların mobilizasyonunu kolaylaştırarak sermaye birikiminin oluşmasını sağlamakta, gerçekleştirilebilir yatırım projelerinin setini büyütmektedir. Bu nedenle hisse senedi piyasaları, ekonomik etkinliği arttırarak uzun vadeli büyümeyi hızlandırmaktadır⁹[a.g.e., s. 323].

1.3.3.4. Şirket Yönetimini Kontrol

Hisse senedi piyasaları işletmelerin yönetimi ve bu yönetimin kontrolü ile ilişkisi üzerine çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Örneğin, Kyle (1984) ve Holmstram ve Trole (1993), likit hisse senedi piyasalarının yatırımcıların firmalar hakkında daha fazla bilgiye ihtiyaç duymalarına neden olduğunu ve bunun işletme yönetiminin iyileşmesine olumlu katkı yaptığını iddia etmektedirler. Hisse senedi piyasalarının gelişmesi, şirket kontrolünü de etkileyebilir. Diamond ve Verrechia (1982) ile Jensen ve Murphy (1990), etkin hisse senedi piyasalarının yönetici-temsilci probleminin hafifletilmesine yardım ettiğini belirtmektedirler. Etkin hisse senedi piyasaları, yönetici faktörünü hisse senedi performansına yansıtarak bunu daha kolay yapmaktadır. Hisse senedinin performansının yönetici-temsilci faktörünü yansıtması yönetici ve şirket sahiplerinin çıkarlarını düzene sokmaya yardım etmektedir ki, bu müteşebbisleri daha fazla yatırım yapma konusunda teşvik edecektir. Laffont ve Tirole (1988) ve Scharfstein (1988)'e göre, şirketlerin ele geçirilme tehlikesinin varlığı, yöneticileri bir firmanın hisse senedi fiyatlarını maksimize etmeye yöneltmektedir. Böylece, iyi işleyen ve şirket

8 Bu iddialara karşı olarak, daha fazla risk bölüştürmenin yapıldığı durumlarda, büyümenin yavaşladığı belirtilmektedir. Devereux ve Smith (1994), ve Obstfeld (1994); uluslararası entegrasyona sahip hisse senedi piyasaları vasıtasıyla yapılan risk çeşitlendirmesinin tasarrufları baskılayarak, büyümeyi yavaşlatabildiğini ve ekonomik refahı azaltabildiğini bildirmişlerdir [a.g.e., s. 327].

9 Bu düşünceye karşı olarak, örneğin, Mayer (1988) yeni hisse senedi ihraçlarının şirket finansmanı içinde küçük bir bölüme sahip olduğunu ileri sürmektedir [Levine ve Zervos, 1996:328].

ele geçirmelerini kolaylaştıran hisse senedi piyasaları, yöneticilerin yüksek performans göstermeleri için yeterince motive edici olduğundan, yönetici-temsili probleminin hafifletebilir ve etkin kaynak tahsisine ve büyümeye katkı yapabilir [a.g.e., s. 327].

Hisse senedi piyasaları, işletmecilik sektöründe yapısal değişikliği kolaylaştırma işlevini de üstlenebilir. Bir şirketin mali bakımından zayıf düşmesi halinde, piyasada hisse senedi fiyatlarının düşmesi, bu şirketin hisselerini toplayarak zayıflayan şirketin yeniden ekonomiye kazandırılması konusunda diğer yatırımcıları motive edecektir. Birleşme, füzyon ve ele geçirme şeklinde adlandırılan işlemlerde borsaların sağladıkları kolaylıklar önemlidir [İMKB, 1999:11]. Böylece, durumu zayıflayan şirketlerin tasfiyesi önlenerek finansal bir çöküntü önlenmekte, ekonomide reel kayıplar önlenmekte ve tasarruf sahiplerinin zararları azalmaktadır.

1.3.3.5. Şirketler Hakkında Bilgi Sağlama

Birincil görevi ekonomiye sermaye temin etmek olan hisse senedi piyasaları, firmalar hakkında bilgi elde edinmenin kolaylaştırılmasında önemli bir rolü vardır. Hisse senedi piyasaları, hisseleri işlem gören firmaların durumları hakkında bilgileri kamuoyuna mal ederler ve bu bilgiler firmanın kreditorleri ve yatırımcıları tarafından gözlenebilir. Finansal piyasaların bu rolü oldukça önemlidir ve bu yüzden çoğu yatırım ve emeklilik fonları, hisse senetleri güvenilirliği kabul gören bir borsada işlem görmeyen şirketlere yatırım yapmayı yasaklamaktadırlar. Bilgi sağlamaya ek olarak, finansal piyasalar yatırımcıların bilgi elde etme güdülerini arttırmaktadır. Ayrıca bilginin miktar ve kalitesinde sağlanan artış, kreditorlere denetim yapmada kolaylık getirmektedir [Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 1996:344-345].

Daha büyük ve daha likit piyasalarda, yatırımcılar ilan edilen bilgiye daha erken ve daha güvenilir biçimde ulaşarak, bilginin yaygın olarak paylaşılmasından ve fiyatların değişmesinden önce kazanç sağlayabilmektedir. Bilgiden kazanç sağlama imkanı, firmaları daha yakından araştırmak ve izlemek için yatırımcıları teşvik edecektir. Firmalar hakkında elde edilecek sağlıklı bilgi, sermaye tahsisini iyileştirecek ve ekonomik büyümeyi destekleyecektir¹⁰ [Levine ve Zervos, 1996:327].

10 Bilgi edinmenin teşvikinde piyasaların önemi hakkında farklı bir görüşe göre, bilginin kamuoyuna çabuk ve ücretsiz olarak açıklanması, yatırımcıların bilgi edinme için çaba harcama eğilimini azaltacaktır [Stiglitz, 1994:19].

1.3.4. Hisse Senedi Piyasalarının Belli Başlı Makroekonomik Değişkenlerle İlişkisi

Bu ayırmda hisse senedi piyasalarının, önemli bazı makroekonomik değişkenlerle ilişkisi üzerinde durulacaktır. Bundan amaç, hem hisse senedi piyasalarının fonksiyonları yanında ekonomideki diğer değişkenlerle olan ilişkilerini ortaya koymaktır. Böylece, bizzat gelişen hisse senedi piyasa olgusu, gelişen piyasaları ortaya çıkaran nedenler ve bunun sonuçları daha anlaşılır olarak ortaya konulabilecektir.

Tablo 1.3 Dünya Bankası Sınıflamasına Göre Ülkeler ve Hisse Senedi Piyasa Göstergeleri Arasındaki İlişkiler

ÜLKELER ²	PİY. KAPİTAL. (MİLYAR \$)		PİY. KAPİTAL. / GSYİH (%) ¹		İŞLEM HACMI / GSYİH (%) ¹		İŞLEM HACMI/ PİY. KAP. (%) ¹	
	1990	2000	1990	1999	1990	2000	1990	2000
DÜŞÜK GELİRLİ ÜLKELER	54.588	268.082	9.8	31.7	4.7	19.6	53.8	114.4
ORTA GELİRLİ Ü.	430.570	2.159.585	21.2	41.1	8.0	30.6	78.3	81.6
ÜST ORTA GELİRLİ Ü.	58.226	751.776	5.9	31.0	-	22.8	-	130.8
ALT ORTA GELİRLİ Ü.	372.344	1.407.809	27.3	49.8	8.5	37.2	36.5	28.3
DÜŞÜK + ORTA GELİRLİ Ü.	485.158	2.427.667	19.9	39.8	7.6	29.0	70.8	87.6
DOĞU ASYA PASİFİK	197.109	955.379	21.3	52.4	13.2	68.1	117.2	139.4
AVRUPA VE ORTA ASYA	19.065	265.209	2.1	24.6	-	11.2	-	46.6
LATİN AMERİKA	78.470	584.986	7.7	29.7	2.1	7.3	29.7	20.8
O.DOĞU VE KUZ. AFRİKA	5.265	151.895	27.8	33.9	1.5	7.3	-	32.5
GÜNEY ASYA	42.655	194.475	10.8	34.0	5.6	25.2	53.9	128.3
SAHRA ALTI AFRİKA	142.594	275.724	52.0	121.0	-	32.3	-	23.0
YÜKSEK GELİRLİ ÜLKEL.	8.914.501	33.603.143	55.3	138.7	31.8	120.9	49.3	94.0
AVRUPA PARA BİRLİĞİ Ü.	1.168.755	5.475.059	22.0	84.0	7.3	71.0	-	94.0
DÜNYA	9.399.659	36.030.812	50.7	119.0	28.50	102.6	48.3	87.6

Kaynak: [World Bank, 2001b].

¹Ortalama değerlerdir.

²Ülkeler, GSYİH değerleri esas alınarak Dünya Bankası tarafından sınıflandırılmıştır.

1.3.4.1. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme, yapılan yatırımlara bağlı olarak ortaya çıkan bir sonuçtur. Bir ülkede yatırımların artması, beraberinde ekonomik büyümeyi getirir. Yatırımları belirleyen ise, yatırımlar için gereken sermayenin varlığı ve niceliğidir. Gelişmiş bir sermaye piyasası, daha fazla tasarruf ve yatırımlar için daha fazla kullanılabilir kaynak anlamına gelmektedir. Hisse senedi piyasaları

açısından, gittikçe artan sayıda çalışma bu piyasaların ekonomik büyümeye önemli katkılar sağladığını göstermektedir.

Levine ve Zervos (1996:333), 1976-1993 döneminde hisse senedi piyasa gelişme göstergeleri ve bazı ekonomik değişkenler ile uzun dönemli ekonomik büyüme arasındaki ülke kesit ilişkisiyi regresyon analizi yaparak araştırmışlar ve teori ile uyumlu olarak, hisse senedi piyasasının gelişmesi ile uzun dönemli büyüme arasında güçlü bir pozitif bir ilişkinin varlığını saptamışlardır.

Ekonomide reel gelişme düzeyi, kritik bir eşiğe ulaştığında, özkaynak piyasasının gelişiminin hızlandığı gözlemlenmektedir [Boyd ve Smith, 1996:393]. Bu gözlem, Gurley ve Shaw (1960) tarafından ifade edilen büyüme sürecinde finansal varlıkların seçiminin evrim geçirdiği ve finansal isteklerin çeşitliliğinin de arttığı yönündeki görüşü ile tutarlılık göstermektedir. Sonuç olarak, hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeden pozitif olarak etkilendiği görülmektedir.

Hisse senedi piyasalarının ekonomik gelişme ile ilişkisine dair ifade edilen değerlendirmeler, Tablo 1.3'te yer alan rakamlar tarafından da teyit edilmektedir. Kısaca ifade etmek gerekirse; ait oldukları ülkelerin gelişme seviyesi arttıkça hisse senedi piyasalarının kapitalizasyonları ve işlem hacimleri de doğrusal olarak artmaktadır. Ülke ekonomilerine göre piyasanın büyüklüğünü gösteren piyasa kapitalizasyonu/ GSYİH oranı genel trend olarak ülkeler geliştikçe yükselmektedir. Bu yükseliş, ülkelerin gelişmesinin hisse senedi piyasalarının da büyümesi ve ekonomi içinde etkinliğini arttırması anlamına gelmektedir. İşlem hacmi/piyasa kapitalizasyonu oranı, bir önceki oranda olduğu gibi ülke ekonomisinin gelişmesi ile düzenli bir ilişki göstermemektedir. Örneğin, düşük gelirli ülkeler ortalama olarak likidite oranı en yüksek piyasalara sahiptir. Bunun sebebi, bu ülkelerin piyasalarının likit olmasından ziyade, yeterli kapitalizasyona sahip olmamalarıdır.

1.3.4.2. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi, belli bir zaman aralığı içerisinde bir ülke yerleşik kişilerle, diğer tüm ülkelerdeki yerleşik kişiler arasında meydana gelen ekonomik faaliyetlerin sonucunda doğan fon akımını gösteren bir hesaptır. Bir ülkenin dış ödemeler bilançosundaki denge ya da dengesizlik, o ülkenin uluslararası ödeme gücündeki iyileşme veya bozulmaları gösterir. Ödemeler bilançosunun açık vermesi, ülkenin bir dar boğaz içinde bulunduğunu ve gümrük tarifelerini yükseltme, kambiyo denetimine gibi uygulamalara başvurabileceğini gösterir. Ev sahibi ülke, karşılaştığı dış ödeme sıkıntılarını nedeniyle ülkedeki yabancı yatırımcıların fonlarını bloke etme ya da kar

transferlerini engelleme yoluna gidebilir. Bu ise, yatırımcının maliyet ve kar hesapları üzerinde beklenmeyen etkilere yol açabilir [Tezcanlı ve Diğ., 1994:24-25]. Ödemeler bilançosunun önemli bir kalemi de sermaye hareketleridir. Hisse senedi piyasaları, gerek gelişmiş teknolojik ve kurumsal altyapıları ve gerekse performans olarak sağlayacağı yüksek getiri ve risk çeşitlendirmesi fırsatları ile önemli miktarda yabancı sermaye girişi sağlayabilir ve ödemeler dengesinin kurulmasına katkı yapabilir.

1.3.4.3. Kambiyo Kurları

Etkin portföy yatırımlarının oluşturulmasında ön koşul, ulusal paranın konvertibl olmasıdır. Döviz kurunun belirlenmesinde izlenecek politikalar, ulusal ve uluslararası düzeyde sermaye akımlarına doğrudan etki yapmaktadır. Örneğin, yerel paranın değerinin aşırı yüksek belirlenmesi, ulusal düzeyde tasarrufların dövizden yerel para birimine kaymasına; uluslararası düzeyde ise sıcak sermayenin ülkeye yönelmesine neden olmaktadır. Yerel paraya ödenen yüksek reel faizler, sermaye akımlarının hacim ve hızında artışa yol açmaktadır. Döviz kuru riski, anlaşma yapılan kimselere ödeme yapılmaması, projenin borcunun zamanında ödenmemesi, ihtiyat oluşturulmaması ve yerel para konvertibl değilse devalüasyon riskini içermektedir [a.g.e., s.25].

1.3.4.4. Uluslararası Sermaye Akımları

Hisse senedi piyasaları, yabancı yatırımcılar için uygun koşulları sağladığında önemli miktarda yabancı sermayenin ülkeye çekilmesini sağlayarak ülkenin ödemeler bilançosuna olumlu katkı sağlayabilir. Hele, son dönemde uluslararası sermayenin dünya üzerinde özel kanallardan ve finansal piyasalar aracılığıyla portföy yatırımı şeklinde dolaştığı düşünülürse, hisse senedi piyasalarının uluslararası sermayenin ülkelere çekilmesi için taşıdığı önem daha kolay anlaşılabilir. Hisse senedi piyasalarının ödemeler dengesine etkileri yukarıda ifade edilen sermaye girişine olanak sağlaması yoluyla doğrudan olduğu kadar; çekilen sermayenin reel etkileri ile yatırımların artmasının sonucunda ortaya çıkacak faydalarla dolaylı da olabilir.

Büyüme potansiyelinin düzeyi ve finansal piyasanın gelişme düzeyi ile birlikte bu ikisi faktörün göreceli büyüklüğü de sermaye akımları açısından önemlidir. Örneğin, popüler inanın tam tersine, daha iyi finansal piyasa alt yapısı, yabancı portföy akımlarını çekmede yardımcı olmamaktadır. Bu yüzden yapısal reformlar, ülkenin büyüme potansiyeline uygun finansal gelişme düzeyini amaçlamalıdır. Bazen bir ülke, yüksek büyüme potansiyeli yanında nisbi olarak gelişmemiş bir finansal piyasa ile portföy yatırımlarını kolaylıkla çekebilme avantajına sahip olabilir. Bununla birlikte; finansal piyasalar, büyüme potansiyeline göre aşırı derecede yetersiz ise, portföy

sermayesi çekmenin maliyeti, engelleyici şekilde yüksek olabilir. Daha sonraki durum; ülkenin finansal piyasasının gelişmesine katkıda bulunur. Bu tür bir aşamada yer alan ülkeler için kısa vadeli politika öncelikleri, makroekonomik istikrarı ile finansal piyasanın ve bankacılık sektörünün bütünlüğünü sağlamak olmalıdır. Bu iki göstergenin piyasa tarafından algılanmasındaki en küçük bir değişiklik sermaye akımlarının tersine dönmesini ateşleyebilir [Chen ve Khan, 1997:31].

1.3.4.5. Sermaye Kontrolleri

Sermaye kontrollerinin ekonomi politikaları üzerindeki etkinliği kısa bir dönem için geçerlidir. Sıkı para politikası izleyen ülkelerde, ticari krediler ve doğrudan yatırımların nisbi olarak serbest kalması durumunda ise, yerli yatırımcılar portföylerini başka ülkelere kaydırabilirler. Sermaye kontrolleri, hisse senedi piyasalarının gelişmesi ve sermaye akımları ile çok yakından ilgili bir konudur. Öncelikle, ülkelerin çeşitli sermaye kontrol tedbirlerine başvurmaları, ekonomi ve para politikaları doğrultusunda sermayenin ülkeden kaçmasının olumsuz etkilerinden kurtulmak istemelerindedir.

1.3.4.6. Borç Piyasası İle İlişkiler

Birçok gelişmekte olan ülkede ve gelişen piyasada, bankalar iş hacimlerini daraltacağını düşündükleri için, hisse senedi piyasa gelişmesinden endişe duyarlar. Halbuki, araştırma sonuçları tam tersini ifade etmektedir. Buna göre, gelişen bir hisse senedi piyasasının işlevlerinde sağlanan iyileşmeler, firmalarda daha yüksek borç-öz kaynak oranları meydana getirecek, böylece bankalara daha fazla iş imkanı doğacaktır. Bu sonuçlar, gelişen finansal sistemlere sahip olan ülkelere, hisse senedi piyasası ile bankaların tamamlayıcı roller oynadığını göstermektedir. Bu yüzden, hisse senedi piyasalarını geliştirmeyi hedefleyen politikaların, mevcut bankacılık sistemlerini ters yönde etkilemeleri için bir neden yoktur [Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 1996:343-344].

Hisse senedi piyasasının gelişmesi, finans kesimindeki diğer kurumlardaki gelişme ile beraber gitmektedir. Menkul kıymet piyasalarının gelişimi ile sermaye temininde bu piyasanın daha geniş biçimde kullanılması doğaldır. Bu durum, aynı zamanda işletmelerin daha fazla borç finansmanını kullanmasını sağlamaktadır. Hisse senedi piyasaları ve bankaların, birbirlerine alternatif finansman kaynağı olmadığı böylece ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi piyasasının gelişmesi, banka kredilerinin miktarında artışı da beraberinde getirmektedir. Gelişmemiş bir hisse senedi piyasasına sahip olan ülkelerdeki firmaların, piyasa büyüdükçe ilk önce borç/öz kaynak oranları yükselmektedir. Nisbi olarak daha gelişmiş hisse senedi piyasasına sahip olan ülkelerdeki

firmalar ise piyasa derinliği arttıkça borçlanma yerine özkaynak finansmanı kullanmaktadır [Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996a:223-234]. Bu bulgular, piyasanın gelişmesinin erken safhalarında, hisse senedi piyasasının gelişimi ile birlikte enformasyon kalitesinin arttığını, denetleme ve şirket kontrolünün kolaylaştığını, bunun da kreditorleri daha fazla borç vermeye yönelttiğini göstermektedir

1.3.4.7. Enflasyon

Hisse senetlerinin temsil ettikleri varlıkların yapısı gereği olarak, enflasyonist dönemlerde satın alma gücünde ortaya çıkan azalışa koruma işlevini görmeleri gerektiği (şirketlerin sahip olduğu aktiflerin değerinin artacağı ve satışların enflasyon paralelinde yükseleceği düşünülerek) kabul gören bir anlayışken; daha sonra yapılan çalışmalarda hisse senedi getirileri ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğu belirlenmiş ve hisse senetlerinin enflasyona karşı koruma imkanı sağlamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Fama (1981)'e göre bu ilişkinin iki ayağı vardır: İlk olarak, beklenen ekonomik faaliyet düzeyi ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki; ikinci olarak da, beklenen ekonomik faaliyet düzeyi ile enflasyon arasındaki negatif ilişki sözkonusudur. Buna göre, hisse senedi verimleri ile enflasyon arasındaki negatif ilişki, hisse senedi getirileri ile beklenen ekonomik faaliyet düzeyi arasındaki pozitif ilişkiye vekalet etmektedir (Proxy hipotezi) [Telatar, 1998:38-39].

Enflasyon, sadece hisse senedi fiyatlarını ve (çoğu ülkede) hisse senetlerinin gerçek piyasa verimlerini bastırmakla kalmaz, aynı zamanda gerçek temettüleri ve hisse başına karları da olumsuz etkiler. Enflasyonun hisse senedi yatırımının gerçek verimindeki belirsizliği arttırması ile risk priminde önemli bir artış olur ve bunu sonucu olarak hisse senetlerinden beklenen verimler de artar [Friend, 1986:266]. Ayrıca, beklenen yüksek enflasyonun yüksek verim beklentilerine neden olacaktır. Beklenen yüksek verimlerin karşılanmasındaki zorluk ölçüsünde, yatırımlardan vazgeçilmesi ve ekonomik büyümenin sekteye uğraması mümkündür.

Yüksek enflasyon, işletmelerin sürekli olarak sermaye ihtiyacını da arttırmaktadır. Yüksek enflasyon ortamında işletmelerin, borçlanmaktan daha çok özkaynak sağlamaya yöneldikleri gözlenmektedir. Kapalı aile şirketleri halka açılırken; halka açık şirketler de sermaye artırımını yoluyla sermaye yapılarını özkaynak yönünde güçlendirmektedirler. Öte taraftan, bir ülkenin yüksek ve tahmin edilemeyen bir enflasyona sahip olması, aynı zamanda o ülke para biriminin özellikle uzun dönemli olarak, yabancı para birimleri karşısında değerinin tahmin edilmesini güçleştirir. Bir ülkede, fiyatlardaki

hızlı artışlar ve belirsizlikler nedeniyle, enflasyonist ortamlarda yatırımcılar uzun dönemli yatırım yapmaktan kaçınarak, kısa dönemli ve spekülâtif yatırımlara yönelirler. Bu durum ise sermaye piyasasının gelişmesini olumsuz etkiler [Tezcanlı ve Diğ., 1994:25].

Daha yüksek enflasyon oranlarının, bir ekonominin finansal piyasalarının fonksiyonlarını önemli bir şekilde azalttığı görülmektedir. Bu yüzden, fiyat istikrarına olanak sağlayan makroekonomik politikalar, hisse senedi piyasalarının gelişmesini destekleme ve genelde sermaye piyasalarının etkin çalışmasına katkı sağlama eğilimindedir [Boyd ve Smith, 1996:392].

1.3.5. Hisse Senedi Piyasalarının Mikroekonomik Etkileri

Hisse senedi piyasalarının gelişmesinin işletmelerin finansman yapıları üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Araştırma sonuçları, menkul kıymetler piyasalarının gelişimi ile firmaların finansman seçimleri arasında yakın ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Menkul kıymetler piyasalarının gelişimi ile, sermaye artırımlarında hisse senedi piyasasından daha geniş olarak yararlanılması, aynı zamanda borçla finansmanın da daha geniş kullanımını sağlamaktadır. Gelişmemiş bir hisse senedi piyasasına sahip olan ülkelerdeki firmalarda, bu piyasa büyüdükçe ilk önce borç/öz kaynak ve kaldıraç oranları yükselmektedir¹¹[Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996a:234]. Az gelişmiş hisse senedi piyasalarına sahip ekonomilerde piyasanın gelişmesi, riski paylaşırma ve bilgi elde etme için yeni fırsatların ortaya çıkararak firmaların daha fazla borçlanmalarına izin vermektedir. Enformasyon kalitesinde, izlemeye ve şirket kontrolündeki iyileşmeler, kreditorleri daha fazla borç vermeye ikna etmektedir. Piyasalar daha da geliştikçe, borçlanma yerini daha çok öz kaynak finansmanına bırakmaktadır.

Hisse senedi piyasasının gelişiminin düzeyi firma büyüklüğü ile de yakın ilişki içindedir. Hisse senedi piyasalarının gelişmesi direkt olarak önce sadece büyük firmaların finansman politikalarını etkilemektedir. Sabit çıkarım maliyetlerini ve işlemcilerin bilgi elde etme maliyetlerini azaltma gereğinin sonucu, hisse senedi piyasasının gelişmesinden ilk olarak sağlanabilecek bilgi toplama ve mülkiyetin çeşitlenmesi faydaları, daha çok büyük firmalara yaramaktadır. Hisse senetlerinin daha sık işlem görmesi ve analistler tarafından daha sıkı izlenmesi sonucu büyük firmaların, piyasanın bilgi toplama fonksiyonundan yararlanmasını sağlamaktadır. Bunun sonucunda,

11 Bunun nedeni, firmaların hisse senedi piyasası büyüdükçe optimal sermaye yapısını elde etmek için sadece hisse senedi ihraç etmeyip, uygun koşullar sağlandığı takdirde ayrıca daha da fazla borçlanmayı tercih etmeleridir. Firma için, optimal sermaye yapısına ulaşıncaya kadar borçlanmanın reel maliyeti, öz sermaye ile finansmanın reel maliyetine kıyasla daha düşüktür [Akgüç, 1994:501]

kreditörler hisse senedi işlem gören firmalara kredi vermeye ikna olmakta ve bu firmaların kaldıraç oranları artmaktadır. Küçük firmalar, en azından başlangıçta, ihraç maliyetlerinin yüksekliği nedeniyle hisse senedi piyasa gelişmesinden yeteri kadar yararlanamazlar ve piyasaya kote olsalar bile işlemcilerin bu firmalar hakkında bilgi elde etmenin pahalı olmasından dolayı çok sık işlem göremezler. [Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 1996:358-366].

2. Gelişen Sermaye Piyasaları

1980'lerden sonra hızlanan uluslararası finansal sistemde liberalleşme eğilimlerinin, teknoloji, iletişim ve ulaştırma alanlarında sağlanan ilerlemelerle desteklenmesi uluslararası sermaye akımlarının sınır ötesi dolaşımının hızlanmasına yol açmıştır. Bu dönemde, liberal politikalar izleyerek dünya ile entegrasyona yönelen çoğu gelişmekte olan ülke, ekonomi politikalarında ve kambiyo mevzuatında serbestleştirmeye gitmiş, özelleştirme çabalarını yoğunlaştırmış ve yabancılara konulmuş yatırım kısıtlamalarını kaldırarak sermaye piyasalarını yabancı yatırımcılara açmıştır. Tüm bunlar, gelişmekte olan birçok ülkede sermaye piyasalarının işlem miktarı, piyasa kapitalizasyonu, ürün çeşitliliği gibi göstergelerde önemli ilerlemeler sağlanmasına yol açmıştır.

Bu bölümde, gelişen piyasaların tanımlanması, gelişen piyasaların ortaya çıkmasında etkili olan faktörler ve gelişen piyasaların genel karakteristikleri üzerinde durulmuştur.

2.1.Genel Olarak Gelişen Piyasalar

Gelişmelerinin finansmanı için dış kaynağa ihtiyaç duyan bazı gelişmekte olan ülkeler, uluslararası finansal piyasalarla entegrasyona zemin hazırlayarak, özellikle 1990'lı yılların başından itibaren yüksek miktarda uluslararası sermaye çekmeyi başarmış ve büyüme hızlarını arttırabilmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelere özel sermaye akımları 1990 yılında, 63 milyar dolardan, 1997 yılında 321 milyar dolara ulaşırken, aynı ülkelerin ortalama ekonomik büyüme hızları 1974-1990 döneminde %3.3'ten, 1991-1997 döneminde ortalama %5.4'e yükselmiştir [Celasun, 2001:166-167]. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin bu gelişmeden yararlanabilmesi homojenlik göstermemektedir. Gelişmeden

daha fazla pay alan ülkelerin, dünya ile bütünleşmede başarılı olmuş ve finansal sistemlerinde belli bir aşama göstermiş olduğu görülmektedir.

Uluslararası finansal sistemin sunduğu imkanlardan yararlanmanın koşullarından biri de, gelişmekte olan ülkelerin kurumsal ve diğer büyüklükler itibariyle ilerleme yapmış, gelişme potansiyeli olan hisse senedi piyasalarına sahip olmalarıdır. Nitekim, daha gelişmiş hisse senedi piyasalarına sahip olan ülkeler, işletmecilik sektöründe özkaynak kullanımının yaygınlaştırılmasında, portföy yatırımlarının çekilmesinde başarılı olmakta ve daha fazla ekonomik büyüme sağlayabilmektedirler.

“Gelişen piyasa” kavramı, genelde bir ülkedeki sermaye piyasalarını kapsamakta, kimi zaman ise bir ülkeyi anlatmaktadır. Bu çalışmada, gelişen piyasalar öncelikle hisse senedi piyasalarını, gerektiğinde de diğer piyasaları ve ülkenin bütünü kapsamaktadır.

2.1.1. Gelişen Piyasaların Tanımlanması

Daha önceki bölümde ayrıntılı olarak üzerinde durulduğu gibi, bir piyasanın gelişme derecesi ölçülürken; pazar kapitalizasyonu, pazarın likiditesi, işlem hacmi, pazarın yoğunlaşması, pazarın dalgalanması, pazar devir hızı, pazarın ekonomi içindeki yeri, düzenleyici ve kurumsal göstergeler, yabancı yatırımcıya açıklık, borsanın kuruluş tarihi, otomasyon, yerel yatırımcı tabanı, kurumsal yatırımcı tabanı, ürün çeşitliliği, piyasaya giriş ve çıkış serbestisi, fon aktarma maliyetinin düşüklüğü, türev piyasaların varlığı gibi ölçütler kullanılabilir. Piyasanın gelişme düzeyi belirlenirken, sayılan ölçütlerin her biri yalnız başına veya birlikte kullanılabilir. Bunun için, hangi ölçüt veya ölçütlerin kullanılacağı, ölçütler arasında nasıl bir bileşimin oluşturulacağı, değerlendirmeyi yapacak kişi veya kuruluşa göre değişebilecektir.

Literatürde ve konuyla ilgilenen kurumlarda çok farklı değerlendirme ve tanıma rastlamak mümkündür. Ancak, dünya genelinde gelişen hisse senedi piyasaları ile yakından ilgilenen ve istatistiki bilgi derleyen IFC'nin yaptığı tanımlama ve değerlendirmeler özellikle akademik çevrelerde kabul görmektedir. Bunu dışında, yatırımcı kuruluşlar ve bazı araştırmalar gelişen piyasaları kendi amaçları doğrultusunda tanımlamaktadırlar.

IFC, hisse senedi piyasalarını temelde gelişmekte olan ve gelişmiş hisse senedi piyasaları olmak üzere ikiye ayırmaktadır. Buna göre, gelişmekte olan ülkelerdeki tüm hisse senedi piyasaları; gelişme aşamasının hangi evresinde olduğuna bakılmaksızın, gelişen piyasa olarak kabul edilmektedir. IFC, yaptığı bu çok genel ve basit tanımlama ile tanımın sürekliliğini sağlamak istemektedir. Buna göre, gelişmekte olan bir ülkenin hisse senedi piyasasının

diğerlerine göre daha gelişmiş olması ve hatta dünya standartlarına yaklaşmış olmasının hiçbir önemi yoktur. Burada önemli olan, ekonominin sadece belli bir kesiminin değil, bütün kesimlerinin belli bir gelişme düzeyini yakalamış olmasıdır [Doğu, 1996:4].

“Gelişen piyasa” kavramı, küçük ve durgun piyasalar karşısında gerek hacim olarak, gerekse sofistikasyon anlamında belirli bir gelişme sürecine giren, büyüyen piyasaları ifade etmektedir. Ayrıca, daha geniş bir açıdan ise; gelişme potansiyeline sahip oldukları düşüncesiyle, gelişmekte olan ülkelerdeki tüm piyasalar birer gelişen piyasa olarak kabul edilebilir. IFC, gelişen piyasaların tanımını gelişmekte olan ekonomi ölçüsüne bağlı olarak belirlemektedir. Dünya Bankası'nın 1995 yılı için ekonomilerin gelişmişlik seviyeleri için belirlediği ölçütler şunlardır [IFC, 1997:2]:

- Kişi başına GSMH'sı 1995 yılında 765 dolar ve altında olan ülkeler düşük gelirli ekonomiler,
- Kişi başına GSMH'sı 1995 yılında 766-9.385 dolar arasında olan ülkeler orta gelirli ekonomiler ve
- Kişi başına GSMH'sı 1995 yılında 9.386 Dolar ve üzerinde olan ülkeler yüksek gelirli ekonomilerdir.

Buna göre, bir ülkenin kişi başına GSMH'sı Dünya Bankası'nın belirlediği yüksek gelir grubu ülkeler eşliğini aşmıyorsa ve bir ülke Dünya Bankası'ndan borç almak için uygun ise, bu ülke hisse senedi piyasası gelişen piyasa olarak kabul edilmektedir. IFC'nin gelişen piyasa veri tabanı öncelikli olarak özkaynak piyasaları ve hisse senedi borsalarına ilişkin olduğu için, kuruma ait ifadeler, ekonomiler veya ülkelerden çok piyasalara yöneliktir [IFC, 1997:2]. Dar bir şekilde tanımlandığında ise, gelişen piyasaların aşağıdaki ortak niteliklere sahip olması beklenmektedir [Divecha, Drach ve Stefek, 1992:42-43]:

- Kamuya ait bir pazarda işlem gören menkul değerlere sahiptir.
- Gelişmiş bir pazar değildir (MSCI Endeksleri veya FT endekslerinde kapsanan ülkelerle karşılaştırıldığında).
- Global kurumsal yatırımcıların ilgisinin vardır.
- Güvenilir veri kaynaklarına sahiptir.

2.1.2. Gelişen Piyasaların Ortaya Çıkışı ve Gelişme Evreleri

Gelişmekte olan ülkelerin ve bu ülkelerin hisse senedi finansal piyasalarının gelişim sürecini anlamak, finansal gelişimi tarihsel olarak ortaya koymakla mümkün olabilir. Gerçekte uluslararası yatırım yeni bir olgu değildir. Global

finans ne New York ne de Londra'da; Cenova, Venedik ve Amsterdam'da başlamıştır. İngiltere'de 1650'de yabancılara yatırım izni tanınmış ve yabancılardan ana İngiliz hisselerindeki payı 1750'de şekilde %19.2'ye ulaşmıştır. II. Dünya Savaşı sonrası uluslararası ekonomik entegrasyon sermayenin serbest dolaşımından çok serbest ticarete odaklanmıştır. Bretton Woods sonrası, dolarda yaşanan sıkıntılar, kurların tam konvertibilitesini engellemiş ve istikrarsızlıkların önlenmesi için sermaye kontrollerine devam edilmiştir.

Gelişen piyasaların ortaya çıkması ve gelişme göstermelerini sadece ilgili ülkenin iç dinamikleri ile açıklamak mümkün değildir. Hatta, bu ülkelerdeki gelişmelerin içsel faktörlerden daha ziyade dışsal faktörler tarafından etkilendiği ifade edilebilir. Sermayenin sınır ötesi olarak neredeyse serbest olarak dolaştığı günümüz dünyasının tohumları üç anahtar olay tarafından ekilmiştir [Howell, 1994:1-2].

- 1971 yılında ABD dolar konvertibilitesinin sona ermesi ve bunun sonrasında döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması.
- 1979'da iktidara gelen Thatcher Hükümetinin İngiltere'de döviz üzerindeki kontrollerini kaldırması.
- Çok sayıda devletin, özellikle Latin Amerika ve Doğu Avrupa devletlerinin özelleştirme diğer uygulamalarla bankacılık dışında özel sermayeyi çekmeye ihtiyaçlarının artması.

Finansal piyasaların gelişmesinin sağlayacağı temel fayda, işletmelere ve diğer yatırımcılara ihtiyaçlarına uygun biçimlerde esnek, maliyet açısından etkin finansman alternatifleri sağlamaktır. Bu bağlamda, finansal piyasalar (özellikle hisse senedi ve tahvil piyasaları) sadece ulusal bir çerçevede değerlendirilemez. Bu piyasalar, hem de uluslararası boyutta, bir finansman kaynağı olarak ticari ve kalkınma banka kredileri, finansal kiralama ve risk sermayesi gibi alternatiflerle rekabet edebilmelidir. 1970'ler boyunca gelişmekte olan ülkelerden seçilmiş belli şirketler sendikasyon kredileri ve proje kredileri için çekici olduğu halde, tamamen ticari kaygılarla bu tip yöntemlerden vazgeçilerek, underwriting kolaylıkları, değiştirilebilir teminatsız tahviller, uluslararası borsalarda çapraz kotasyon ve Euro-hisse senedi piyasa yatırımları gibi yeni kapılar açılmıştır. Avrupa ve Asya'da birkaç şirketin bu piyasaları keşfetmesi yeni bir uluslararasılaşma trendinin doğuşunu getirmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde, ileri ülkelerdeki kadar gelişmiş olmasa da bankaların ve kamu kesimlerinin ağırlıkta olduğu bir finansal sistem mevcuttu ve derin olmasa da birçok gelişmekte olan ülkede hisse senedi

piyasası işlemekteydi. Ancak, bu piyasalar ihmal edilecek kadar önemsiz ve işlevsizken, 1980'lerden sonra, özellikle başta bazı Asya ülkelerinin dışa açık politikalarla büyüme çabalarının sonuçlarını göstermesi hisse senedi piyasalarını olumlu biçimde etkilemiştir. Gelişen piyasaları gündeme taşıyan asıl olgu ise bu piyasaların tüm dünyayı daha sonra kapsayacak olan uluslararasılaşma sürecinin reel ve finansal kesimleriyle ekonominin tüm kesimlerinde kapalı ve izolasyonist politikalar karşısında ağırlığını arttırmasıdır. Gelişen piyasaların izole politikalardan uluslararasılaşma boyutunda yol almasının çeşitli nedenleri vardır. İçsel koşullardan doğan sıralanan nedenlerin, söylemek mümkündür [Agtmael, 1987:414]:

- Gelişen piyasalardaki üst seviye şirketlerin çoğu iç piyasalarına kıyasla fazla büyümüştür. Boyut ve nitelik olarak gelişen ve büyüyen bu şirketler uluslararası ihraçlar için uygun hale gelmişlerdir. Uluslararası piyasalarda yüksek miktarda ihraç yapabilme yeteneğine sahip olmaları, bu şirketlerin piyasa değerlerini yükseltme ve düşük maliyetlerden finansman sağlama fırsatlarını da sağlamıştır.
- Ulusal koruma politikalarının gevşemesi, şirketleri uluslararası rekabete zorlamış ve onları ihracata yönlendirmiştir. Reel ekonomi dışa açıldıkça, finansal sektör de buna ayak uydurmak durumunda kalmaktadır.
- Daha rekabetçi bir dünyada, özkaynak ve diğer finans kaynaklarının uygun, esnek ve maliyet etkin olarak arttırılabilme yeteneği, uluslararası rekabet gücünün oluşması, başarısı ve sürdürülebilirliği açısından hayati öneme sahiptir. Belirtilen konularda gelişmekte olan ülkelerin yetersiz kalması, bu piyasaların uluslararasılaşmasını zorunlu hale getirmiştir.

Tablo 2.1 Gelişen Piyasalarda İşlem Gören Hisse senetlerinin Piyasa Kapitalizasyonu

EKONOMİ	1983		1993	
	Milyar \$	GSYİH'nin %'sı	Milyar \$	GSYİH'nin %'sı
<u>LATİN AMERİKA</u>				
ARJANTIN	1.4	1.3	44.0	17.2
BARBADOS	VY	VY	0.3	18.4
BREZİLYA	15.1	7.4	99.4	20.6
ŞİLİ	2.6	13.2	44.6	102.1
KOLOMBİYA	0.9	3.1	9.2	17.3
KOSTARIKA	0.1	3.8	0.4	6.0
JAMAİKA	0.1	2.8	1.5	43.3
MEKSİKA	3.0	2.0	200.7	55.5
PERU	0.5	2.6	5.1	11.6
TRINIDAD TOBAGO	1.0	12.8	0.5	12.0
URUGUAY	-	-	0.3	2.3
VENEZÜELLA	2.8	3.5	8.0	13.6
<u>DOĞU ASYA</u>				
ÇİN	VY	VY	40.6	7.6
HONG KONG	17.1	70.8	385.2	350.8
KORE	4.4	5.3	139.4	42.1
FİLİPİNLER	1.4	4.3	40.3	75.0
SİNGAPUR	15.5	89.2	132.7	254.3
TAYVAN	7.6	14.5	195.2	90.2
<u>GÜNEY ASYA</u>				
BANGLADEŞ	0.05	0.4	0.5	2.0
HİNDİSTAN	7.2	3.5	98.0	44.8
ENDONEZYA	0.1	0.1	33.0	23.1
MALEZYA	22.8	76.1	220.3	341.9
PAKİSTAN	1.1	3.7	11.6	22.4
SRI LANKA	VY	VY	2.5	24.2
TAYLAND	1.5	3.8	130.5	105.5
<u>AVRUPA/O. DOĞU/AFRİKA</u>				
COTE D'IVORIE	0.3	4.4	0.4	4.3
MİSİR	1.1	3.0	3.8	9.2
YUNANİSTAN	1.0	2.9	12.3	13.8
İRAN	VY	VY	1.3	2.6
ÜRDÜN	2.7	56.7	4.9	94.4
KENYA	VY	VY	1.4	25.9
MAURITIUS	VY	VY	0.8	25.4
EAS	0.3	2.1	2.7	9.9
NIJERYA	3.0	3.7	1.0	2.9
PORTEKİZ	0.1	0.5	12.4	14.6
TUNUS	VY	VY	1.0	6.7
TÜRKİYE	1.0	2.0	37.5	30.2
ZİMBABVE	0.3	4.8	1.4	25.2
<u>EN BÜYÜK ENDÜST. PİY.</u>				
KANADA	141.0	42.8	328.5	59.2
FRANSA	38.1	7.2	456.1	36.4
ALMANYA	82.6	12.6	463.5	25.9
İTALYA	21.0	5.0	136.2	13.7
JAPONYA	565.2	47.6	3.001.4	71.2
İNGİLTERE	225.8	48.9	1.151.6	121.7
A.B.D.	1.898.1	55.7	5.223.8	82.4

Kaynak:[Feldman ve Kumar,1995:183]

Notlar: Veriler dönemin sonu içindir.

(v.y.): Veri mevcut değil,

(-) : Kapitalizasyonu 10 milyon \$'ın altında.

Gelişen piyasalar, her zaman uluslararası yatırımcıların ilgisini çekmiştir. 1980'lerin ortalarından itibaren, verimlerin yükselmesi ve ekonomik büyümeye ilişkin umutlu beklentiler gelişen borsalara yatırımcı ilgisini ateşlemiştir. 1980'lerden sonra yatırımcıların kapalı veya sınırlanmış pazarlara bile katılmasını sağlayan birçok ülke fonu kurulmuştur. Çok sayıda ülkenin doğrudan yatırımlara olan engelleri kaldırması ile gelişen piyasalara yatırım daha kolay hale gelmiştir [Divecha ve diğerleri,1992:41]. Ayrıca, IFC'nin gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının gelişmesini destekleyen çabaları, bu piyasaların yeni bir yatırım alanı olarak keşfini hızlandırmıştır.

Tablo 2.1, gelişmekte olan ülkelerin 1983-1993 döneminde gösterdikleri aşamayı göstermektedir. Asya'da on üç, Latin Amerika'da on iki, Afrika'da yedi ve Orta Doğu ve Avrupa'da altı gelişen piyasanın toplam kapitalizasyon tutarları çarpıcı bir şekilde artarak, 1983'ün sonunda 100 milyar \$'dan azken 1993'ün sonunda yaklaşık 2 trilyon \$'a yükselmiştir. Buna karşılık, aynı dönemde gelişmiş ülkelerin büyük pazarlarının toplam kapitalizasyonu 3 trilyon \$'dan 11 trilyon \$'a artmıştır. Belirgin olarak, Japonya, İngiltere ve ABD'deki piyasalar daha da büyürken, bazı gelişen piyasalar gelişmiş ülkelerin birçoğuna yaklaşmıştır. Nitekim, Şili, Hong Kong, Malezya ve Singapur'da GSYİH'nın oranı olarak ifade edilen piyasa kapitalizasyonu oranı, Japonya ve ABD'dekilere yakın veya daha büyüktür. Kapitalizasyondaki bu artış, piyasaya yeni katılımlardan oluşan artışları da içermekle birlikte, artışın asıl kaynağı, son yıllarda sanayileşmiş ülkelerdeki artışların üzerinde gerçekleşen hisse senedi fiyatlarındaki artışlardır. Bu pazarların çoğunun performansındaki artış, 1980'lerin ortalarından sonra dikkati çekmektedir (bkz. Tablo 2.2a). Gelişen piyasalardan Şili, Mexico ve Filipinler 1984'ün sonundan 1993 sonuna kadar dolar bazında kapitalizasyon değerleri 12 kat artış göstermiştir [Feldman ve Kumar, 1995:182].

Hisse senedi fiyatlarındaki artışlar, işlem hacmindeki keskin artışlarla birlikte gerçekleşmiştir. İşlem gören hisse senetlerinin değeri, Tayvan'da 1983'te 10 milyar \$'dan daha azken, 1993'te 340 milyar \$'ın üzerine çıkmıştır. Bundan başka, aynı değerler Arjantin, Hong Kong, Kore, Meksika ve Tayland'da yaklaşık 20 kat artmıştır. Sanayileşmiş ülkelerin piyasalarında aynı dönemdeki genişleme ise sadece beş kat olmuştur. Bazı gelişen piyasalarda yer alan hisse senetlerinin çoğu, sanayileşmiş ülke piyasalarındaki hisse senetleri kadar likit duruma gelmiştir [a.g.e., s.184].

Tablo 2.2a Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatları (% Değişim)

EKONOMİ	1984-94	1984-87	1987-90	1990-93	1992-93	1993-94
LATİN AMERİKA						
ARJANTIN	1.101.7	37.2	95.1	498.7	67.3	-25.0
BREZİLYA	222.9	-54.2	-9.8	368.3	91.3	67.0
ŞİLİ	3.172.0	286.3	117.1	176.1	29.5	41.3
KOLOMBİYA	1.766.0	178.1	7.8	390.7	31.7	26.8
MEKSİKA	1.482.5	82.2	317.6	255.1	46.2	-41.7
VENEZUELLA	196.0	64.4	235.6	-26.3	-10.5	-27.2
DOĞU ASYA						
KORE	490.5	197.6	62.4	5.0	20.6	16.3
FİLİPİNLER	3.613.9	812.8	-4.7	329.2	132.2	-1.0
TAYVAN	924.4	239.9	86.0	33.4	86.9	21.5
GÜNEY ASYA						
HİNDİSTAN	331.9	54.8	57.2	66.4	17.0	6.5
ENDONEZYA	-4.3 ^a	vı	-1.1 ^b	21.8	109.2	-20.6
MALEZYA	187.3	-9.1	51.5	172.1	99.5	-23.3
PAKİSTAN	277.8	22.5	7.9	216.6	52.4	-9.8
TAYLAND	936.2	90.9	99.6	213.0	97.0	-13.1
AVRUPA/O.DOĞU/AFRİKA						
YUNANİSTAN	232.3	206.8	82.5	-39.4	16.1	-2.0
ÜRDÜN	37.8	25.0	-19.4	54.9	20.8	-11.7
NIJERYA	-26.7	-68.0	33.8	-35.0	-16.5	168.8
PORTEKİZ	565.0 ^c	744.0	-33.0 ^d	-0.1	30.9	16.5
TÜRKİYE	170.5 ^c	240.5	76.6 ^d	-20.7	213.7	-43.3
ZİMBABVE	436.1	328.4	163.9	-61.3	122.3	22.5

Kaynak: [Feldman ve Kumar,1995:186]

Notlar: (v.y.): Veri mevcut değil

^c Veriler 1986-93 dönemine aittir.

^a Veriler 1989-94 dönemine aittir.

^d Veriler 1986-87 dönemine aittir.

^b Veriler 1989-90 dönemine aittir.

Gelişen piyasalar 1997 yılında Güney Doğu Asya'da başlayan ve daha sonra tüm dünyaya yayılan global krize kadar büyümelerini sürdürmüşlerdir. Bu dönemde, daha önceki bölümde de ifade edildiği gibi birçok gelişen piyasa, bazı gelişmiş piyasaları belli göstergeler itibarıyla yakalamış veya geçmiştir. Daha önce gelişen piyasa olarak değerlendirilen Singapur ve Tayvan artık günümüzde gelişmiş bir piyasa olarak kabul edilmektedir. Bazı gelişen piyasalar ise (Malezya ve Güney Kore gibi) piyasa kapitalizasyonu ve likidite yönünden birçok gelişmiş piyasanın üzerinde yer almaktadır.

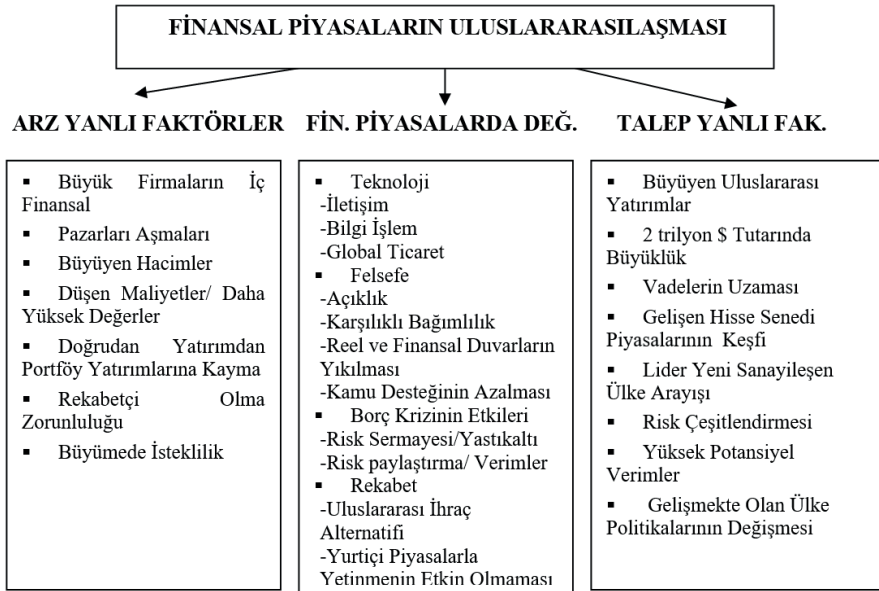
1997 yılında Güney Doğu Asya'da başlayıp daha sonra tüm dünyayı saran global kriz ve sonrasında yaşanan bir dizi olumsuz gelişme bireysel olarak ülkeleri etkilediği gibi uluslararası finansal sistem üzerinde de önemli sonuçlar doğurmuştur. Sıcak para olarak ifade edilen uluslararası sermaye güvenli gördüğü araçlara ve gelişmiş piyasalara dönmüştür. Özellikle portföy yatırımı şeklindeki sermayenin, gelişen piyasaları hızla terk etmesi bu piyasalarda önemli ekonomik olumsuzluklara neden olmuştur. Krizler, başta Japonya olmak üzere gelişmiş piyasalara da etkisi yapsa da, asıl yıkıcı etkilerini gelişmekte olan ülkelerde göstermiştir. Krizler, etkisini gösterdiği ülkelerde önce finansal kesimde etkili olmuş, daha sonra ekonominin diğer sektörlerine sıçramıştır. Finansal piyasalarda başlayan kriz, bu ülkelerde varlık fiyatlarında düşüşler ve döviz kurlarında aşırı yükselişlere yol açmıştır. Bu yeni dönemde gelişen piyasaların verimleri, kapitalizasyon seviyeleri ve likiditeleri önemli düşüşler göstermiş, dalgalanmaları ise artmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda gelişmekte olan ülkelerin ekonomik durgunluğa girmeleri ve geri kaçan uluslararası sermayenin tedirginliğini üzerinden atamaması bu ülkelerdeki hisse senedi piyasaların küçülmesine ve performanslarının kötüleşmesine neden olmuştur (bkz. Tablo 3.2b).

Tablo 2.2b Gelişen Piyasalarda 1997 Yılı Hisse Senedi Fiyatları (%Değişim)

BÖLGE VE ÜLKELER	HİSSE SENEDİ FİY. (OCAK-HAZİRAN)	HİSSE SENEDİ FİY. (HAZİRAN-ARALIK)
<u>DOĞU ASYA</u>		
ENDONEZYA	14	-45
MALEZYA	-13	-45
FİLİPİNLER	-11	-34
TAYLAND	-37	-29
ÇİN	36	-17
KORE	14	-51
<u>LATİN AMERİKA</u>		
ARJANTİN	25	-16
BREZİLYA	79	-22
ŞİLİ	10	-16
KOLOMBİYA	23	19
MEXİCO	33	16
PERU	40	-13
VENEZÜELLA	36	-9
<u>DİĞER ÜLKELER</u>		
HİNDİSTAN	31	-15
GÜNEY AFRİKA	11	-16
ÇEK CUMHURİYETİ	-9	0
TÜRKİYE	65	54
RUSYA	129	-3

Kaynak: [Alba ve Diğ., 1998:47]

1997 Asya krizinden sonra 1998 Rusya, 1999 Brezilya krizleri, dünyanın globalleşmede geldiği aşamanın ve bunun sonuçlarının farkına varılmasını sağlamıştır. Yukarıda sıralanan ve önceleri sadece bir ülkeyi veya en fazla bir bölgeyi ilgilendireceği düşünülen olayların, tüm dünyayı nasıl etkilediği görülmüştür. Globalleşmenin, sunduğu fırsatların yanında hiçbir ülkenin tek başına karşı çıkamayacağı ve duyarsız kalamayacağı büyük tehlikeleri de beraberinde getirdiği yaşanarak öğrenilmiştir. Makroekonomik dengeleri sağlam, güçlü bir piyasanın bile dışsal şoklara karşı duyarsız kalamaması, günümüzde tüm ülkelerin çözmek zorunda olduğu bir sorundur. Önemi gereğince, çalışmanın 4. Bölümü'nde özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki finansal krizlerin bulaşıcılığı konusu ele alınacaktır.



Şekil 2.1 Gelişen Piyasaların Uluslararasılaşması [Agtmael, 1986:419]

2.2. Gelişen Piyasaların Ortaya Çıkış ve Gelişmesinde Etkili Olan Faktörler

Gelişen piyasalar, daha önce ele alındığı gibi kısmen gelişmiş ve daha da gelişme potansiyeli olan gelişmekte olan ülke piyasalarını anlatmaktadır. Bu haliyle gelişen piyasaların tamamen ulusal bazlı bir konu olduğu düşünülebilir. Ancak gelişen piyasa olgusunun bir diğer boyutu uluslararası bir kavram oluşudur. Uluslararası finansal sistemde yaşanan globalizasyonun sonucunda, piyasalar arasında engellerin kaldırılması, finansal piyasaları

adeta entegre tek bir dünya pazarı haline dönüştürmüştür [Alp, 2000:16]. Gelişen piyasalar, artık uluslararası birer piyasadır ve uluslararası alandaki gelişmelerden doğal olarak etkilenmektedir.

Gelişen piyasaların gelişmesinde iç veya dış faktörlerin etkisinin belirlenmesi, yazarlar arasında tartışmaya neden olmuştur. Portföy yatırımlarının artması ve aynı döneme rastlayan gelişen piyasaların gelişmesinin ABD faiz oranlarındaki düşme ile zamanlama olarak çakışması, yazarların bir kısmının bu gelişmeyi “itme etkisi” ile açıklamaya sevk etmiştir. Yazarların diğer bir kısmı, özellikle borç krizi sonrasında Latin Amerika ve diğer ülkelerde gerçekleştirilen geniş çaplı yapısal reformlar sonrasında borç indirimi anlaşmaları ile büyüme ve kredibilite iyileşmelerinin oluşturduğu güven ortamına dikkat çekerek, gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan yatırım fırsatlarının ortaya çıkardığı “çekim etkisi”ni vurgulamaktadırlar [Aslan, 1995a:76]. Gelişen piyasaların gelişmesi ve uluslararasılaşmasını üç boyutta ele almak mümkündür [Agtmael, 1986:419] (Ayrıca, bkz. Şekil 2.1):

i. Finansal Piyasalarda Yaşanan Değişmeler: Global olarak finansal piyasalarda yaşanan bazı gelişmeler, tüm dünya piyasalarında, yatırımcılarda ve işletmelerde önemli değişmelere neden olmuştur. Bu gelişmelerin başlıcaları aşağıda sıralanmıştır.

- Bilgi işlem ve iletişim teknolojilerindeki büyük ilerlemeler, global ölçekte yatırım yapmayı mümkün, hatta zorunlu hale getirmiştir.
- Öte yandan, piyasa odaklı felsefe, piyasaların karşılıklı bağımlılığı görüşü yaygınlaşmış, finansal engellemeler erozyona uğramıştır.
- Yaşanan borç krizinin etkisiyle, daha güçlü bilançolara ve risk sermayesi biçiminde bir tampon ihtiyacına odaklanılmıştır. Gelişmekte olan ülke hükümetlerinin bir çoğu, sadece sabit anapara geri ödemelerini gerektiren banka kredilerine bağımlılık karşısında risk ve verimin paylaşıldığı yabancı portföy yatırımcılarının avantajları görülmeye başlanmıştır.
- Rekabet: Bankalar ve yatırım bankalarının sermaye piyasası işlemlerinde sadece yurt içi piyasada faaliyet göstermenin etkin olmaması karşısında, uluslararası ihraç potansiyelini yakalamalarının gerekliliğine inanır hale gelmiştir.

ii. Arz Yanlı Faktörler: Gelişmekte olan ülkelerdeki büyük firmaların yerel finansal piyasalarından daha fazla büyümesi, bu firmaların uluslararası piyasalarda daha büyük miktarlarda ihraç yapmalarını zorunlu hale getirmiştir. Dünyada rekabete katılan büyük firmaların, büyüklük ve kaynak kullanımında

uluslararası ölçekte rekabetçi olmaları gereklidir. Bu firmaların dışa açılmaları ile düşük maliyetle sermaye sağlama ve firma değerini yükseltme olanağı sağlamıştır. Büyük firmaların uluslararası finansal piyasalara çıkmaları, bu piyasaların kendilerini tanımalarını sağlamıştır.

iii. Talep Yanlı Faktörler: Gelişen Piyasalarda risk çeşitlendirmesinin avantajları ve yüksek verim potansiyelinin fark edilmesi ile büyük kurumsal yatırımcılar hızlı adımlarla uluslararası yatırımlara ilgi duymaya başlamışlardır. Büyük kuruluşlar, global düzlemde en uygun yatırım fırsatlarını araştırmışlar ve yeni sanayileşen ülkeler arasında bazı sanayi lideri ülkeleri keşfetmişlerdir. Kurumsal yatırımcılar (emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve yatırım fonları) 2 trilyon \$'a yaklaşan büyük bir potansiyel yatırım hacmine sahiptirler. Bu kuruluşlar, gelişmekte olan ülkelerde değişen politikaların, bu ülkelerde üretkenlik artışı ve hisse senedi piyasa performansında iyileşmenin işareti olduğuna inanarak yatırım vadelerini uzattılar ve gelişmekte olan dünyaya ilgi duymaya başladılar.

Yukarıda kısaca ele alınan gelişen piyasaların ortaya çıkmasında etkili olan faktörler ve gelişmelerden finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, sadece gelişen piyasalara özgü değildir. Aşağıda ele alınacak bu gelişmeler, günümüz global finansal ve ekonomik dünyasını şekillendiren gelişmelerdir. Günümüzde geçerli olan global finansal sistemin belirgin vasfı, büyük hacimlerde sermayenin uluslararası arenada hiçbir engelleme ile karşılaşmadan ve gelişen teknolojide sayesinde çok kısa süreler içinde serbestçe dolaşabilmesi, ekonomik ve finansal entegrasyonun tüm dünyada hakim olmasıdır.

2.2.1. Liberalizasyon ve Deregülasyon

Gelişmekte olan ülkelerde özellikle 1960-1980 döneminde uygulanan finansal politikalar, temel amaç olarak düşük maliyetli finansman sağlayarak sanayileşmeyi ve büyümeyi hedeflediklerinden, faiz oranları ve selektif kredi politikaları ile finansal akımlarını, yurt dışı ile ilgili her türden sermaye hareketini, yabancıların yurt içinde yatırım yapmasını ve her türlü döviz işlemlerini kontrol eden müdahaleci politikalar uygulamışlardır [Akçay ve Öğretmen, 1995: 43].

Gelişmekte olan ülkelerde derinleşmeye başlayan ekonomik krizin sebebinin müdahaleci politikalar olduğu görüşünün yaygınlık kazanmasıyla birlikte, finansal liberalizasyon eğilimleri güçlenmiştir. 1980'lerden sonra gerek ekonomi ve gerekse finansal piyasalarla ilgili olarak yaşanan en önemli gelişme ulusal ve uluslararası düzeyde etkileri olan liberalizasyon ve deregülasyon sürecidir. Liberalizasyon hareketleri önce sanayileşmiş

ülkelerde başlamış, sonradan bu sürece gelişmekte olan ülkeler de katılmış ve özellikle 1980'lerden sonra liberalizasyon rüzgarı esmiştir.

Finansal liberalizasyon, genelde ekonomiyle özel olarak da finansal piyasalarla ilgili olarak getirilmiş, fiyat ve miktar kontrollerinin, esas itibarıyla kısıtlayıcı düzenlemelerin azaltılmasına ya da ortadan kaldırılması, ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açılması [a.g.e., s. 44], devletin ekonomideki rolünün azaltılması ve sonuçta kaynak dağılımının, üretim ve fiyatlandırmanın piyasa güçleri tarafından yapılmasını ifade etmektedir [Alp, 2000:94]. Finansal liberalizasyon, genellikle hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı, veya bir ölçüde gevşettiği deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak değerlendirilmektedir [Akçay ve Öğretmen, 1995: 44].

Esasen, kaynak tahsisinde oynadıkları rol bakımından finansal piyasalar bir ekonominin beyni gibi işlemektedir. Beklendiği gibi piyasaların, kaynak tahsisinde göstereceği etkinlik ölçüsünde ekonomi doğru tasarruf ve yatırım ilişkisi kurarak büyüyecek veya tersine başarısız olacaktır. Öte yandan finansal piyasalar, yoğun hükmet müdahaleleri ile karşılaşmaktadır. Bunun en önemli nedenlerinden biri, finansal piyasa başarısızlıklarının daha yaygın olması ve bu başarısızlıkların ekonominin diğer alanları üzerindeki olumsuz etkileridir. Her ne kadar yerinde müdahalelerin gerekli olduğunu savunan yazarlar olsa da, devletin piyasanın yerini almasının savunulması mümkün değildir [Aslan, 1996:22].

Finansal serbestleşme iki aşamada gerçekleşmektedir. İlk aşamada, kamu otoritelerinin denetim ve baskısı altında olan mali piyasalar ülke içinde serbestleştirilmektedir. Böylece faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi ile tasarruflar artacak, kaynak tahsisinde etkinlik sağlanacaktır. Finansal serbestleşmenin ikinci aşamasında bu süreç uluslararası alana taşınmaktadır. Uygulamada bu serbestleşme, ödemeler bilançosunda sermaye hesabının libere edilmesinin yanı sıra, yerli bireylerin ülke içinde dövizle işlem yapabilmelerine kadar genişletilmektedir. Yabancıların iç piyasalarda borçlanabilmeleri ve aracı kurumların, bankaların döviz alım-satım yapmaları ve dövizle borçlanmaları için uygun bir ortam yaratılarak, kısa vadeli getirilere karşı duyarlı bir döviz hareketliliğine yol açılmaktadır. Asıl görevi, ülke içinde tasarrufları arttırıp, yatırımları yönlendirmek olan serbest faizin, böyle bir ortamda spekülasyon para hareketlerinin belirleyicisi durumuna geldiği dikkati çekmektedir. Aynı şekilde temel işlevi, mal hareketlerini yönlendirip ticaret dengesini sağlamak olan serbest döviz kurunun, döviz işlemlerinin serbestleşmesi ile oluşan spekülasyon döviz arz ve talebinin baskılarına açık olduğu gözlenmektedir [Aslan, 1995a:11].

2.2.1.1. *Sermaye Akımlarını Serbestleştirmenin Önkoşulları*

Finansal piyasaların liberalizasyonunun süreci ve yapılacak reformların sıralanması çok önemli bir konudur. Uluslararası sermaye hareketlerine yönelik kontrol ve kısıtlamaların, yurtiçi finansal piyasaların reforme edilmesinden ve yurtiçi faiz oranlarının yükseltilmesinden sonra kaldırılması gereklidir [Edwards, 1997:56-60]. Yabancıların iç piyasalarda borçlanabilmeleri, aracı kurumların ve bankaların döviz alım-satımı ve dövizle borçlanmaları için uygun bir ortam yaratılarak, kısa vadeli getirilere karşı duyarlı bir döviz hareketliliğine yol açılmaktadır. Yaşanan deneyimler, sermaye hesabı konvertibilitesini sürdürmek ve bunun getireceği finansal riskleri azaltmak isteyen bir ülkenin sermaye hesabını libere etmeden önce, belirli politikalar uygulamak zorunda olduğunu göstermektedir. Eğer önkoşullar, sermaye hesabı konvertibilitesini yürütmeye uygun değilse, spekülative sermaye akımları, libere sermaye hesabını sürdürmeyi kuşkusuz güçleştirecektir. Bu nedenle, sermaye hesabı konvertibilitesinden önce aşağıdaki düzenlemelerin yapılması gerekmektedir [Mathieson ve Rojaz-Suarez, 1992:43'den aktaran Aslan, 1995a:57-59]:

- **Mali Reform:** Açık sermaye hesabı için, mali açıkları önemli ölçüde azaltan ve geriye kalan açıkları da enflasyonist olmayan bir biçimde finanse eden bir mali reform yapılmalıdır. Büyük mali açıkların emisyon ile finanse edilmesi, ülke yerleşiklerini enflasyon vergisinden kurtulmak için, parasal varlıklarını ülke dışına yönlendirmeye teşvik edecektir. Reform programını ve sermaye hesabı konvertibilitesini sürdürebilmek için gerekli güvenin sağlanması; öncelikle başlangıçta fiyat istikrarı ve sürekli büyümeyi sağlayacak bir finansal reformun başarısı için zaruridir.
- **İç ve Dış Finansal Piyasa Koşulları Arasındaki Farklılıkları En Aza İndiren Finansal Politikaları Düzenleme:** Dış finansal kurumlar ile etkin olarak rekabet edebilmek ve varlık fiyatlarının aşırı değiştiği dönemlerin etkilerine dayanabilmek için ülkenin finansal sistemi güçlendirilmelidir.
- **Yurtiçi Finansal Sistemin Güvenilirliğinin ve Sağlamlığının Güçlendirilmesi:** Sermaye kontrollerinin kaldırılması ile, yurtiçi finansal piyasalara yeni finansal tekniklerin, yeni araçların, yeni fon kaynaklarının ve yeni iştirakçilerin girişi artacaktır. Bu tür değişimler, bir yandan etkin kazançlar sağlayan rekabetçi baskıları arttırırken, bir yandan da piyasaya karmaşık risk unsurları getirmektedirler. Bu riskler, finansal araçların fiyatlandırmayı daha da güçleştirmektedirler. Ayrıca riskler, önceden öngörülemediği için, kredi akımlarında ani değişimlere yol

açabilmektedirler. Bu nedenle, libere sermaye hesabı için, öncelikle güçlü bir iç denetim sisteminin geliştirilmesi gerekmektedir.

- **Fonların Dışarı Yönelmesine Yol Açacak Vergilerden Kaçınma:** Sermaye hesabı konvertibilitesini yürüten sanayi ülkelerinin deneyimleri; finansal sistemdeki vergilerin, diğer ülkelerdeki yürürlükte olan vergiler ile harmonize edilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Kuşkusuz, büyük çapta, verginin harekete geçirdiği sermaye kaçışları ile karşılaşılacak istenmiyorsa, böyle bir harmonizasyonun sermaye kontrollerinin kaldırılmasından önce yapılması gerekmektedir.
- **Ücret/Fiyat Esnekliğini Önleyen Kısıtlamaların Kaldırılması:** 1980'li yıllar, varlıkların fiyat değişkenliğinin yüksek olduğu bir dönemdir. Özellikle açık sermaye hesabına sahip olan ülkeler, iç ekonomilerini ve finansal yapılarını, bu değişikliklerin etkilerine karşı korumak zorunda kalmışlardır. Çünkü, bu tür varlık fiyat değişiklikleri, özellikle istihdam, üretim ve servet üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Ücret, fiyat ve faiz oranı ayarlamalarını engelleyen kısıtlamaların azaltılması ya da kaldırılması ile, bir ekonomi reel ve finansal şoklar karşısında daha kolay uyum sağlayabilmektedir.

2.2.1.2. Sermaye Kısıtlamalarının Kaldırılması

Ülkelerin çeşitli sermaye kontrollerine başvurmaları, ekonomik politikalar çerçevesinde, sermayenin başka ülkelere kaçmasının yaratacağı olumsuz etkilerin önlenmesi amacını taşımaktadır. Dış sermaye akımları, genellikle yüksek enflasyona sahip ve parası yeterince güçlü olmayan ülkelerden, daha güçlü ve istikrarlı ekonomilere doğru gerçekleşmektedir. Para politikasında bir savunma aracı olan sermaye kontrolleri genelde, bir ülkeyi faiz oranlarındaki dalgalanmalardan koruma amacıyla kullanılmaktadır¹². Uluslararası finansal piyasalarda yapılan kısıtlamalar, bu piyasaların yeterince gelişmemiş olduğunu göstermektedir. Getirilen kontroller, ülke parasının finansal değerini olumsuz etkileyeceğinden, yatırımcıların uluslararası piyasalarda

12 Sermaye kontrolleri, birçok ülkede aşağıda belirtilen nedenlerle gerekli görülmektedir [a.g.e., 55]:

Sermaye kontrolleri, öncelikle ödemeler dengesi sorunlarını gidermeye yardım etmekte, ve son derece değişken olan kısa vadeli sermaye akımlarının yarattığı döviz kuru istikarsızlıkları yine sermaye kontrolleri ile giderilebilmektedir.

Sermaye kontrolleri, özellikle kalkınmakta olan ülkelerde yetersiz düzeyde olan yurtiçi tasarrufların, yabancı varlıklar satın almak yerine yurtiçi yatırımlara harcanmasını sağlamaktadır. Böylece, ülkenin üretim faktörlerinin yabancıların kullanımına sunulması sınırlandırılmış olmaktadır.

Kontroller, hükümetlerin finansal varlıkları, gelir ve serveti vergilendirme gücünü arttırmaktadır. Sermaye kontrolleri, yapısal istikrar programlarının uygulanabilmesi için, sermaye akımlarının istikrarı bozucu faaliyetlerden korumaktadır.

işlem yapması kaçınılmaz olmaktadır. Sermaye hareketlerini kısıtlamaya yönelik önlemlerin yarattığı olumsuz etkiler ise aşağıdaki başlıklar altında toplamak mümkündür [Giavazzi ve Giovanni,1986:469-471'den aktaran, Aslan, 1995a:57]:

- Sermaye kontrollerinin etkisi ile işlem maliyeti artacağından, portföy çeşitlendirme faaliyeti azalmakta, sermaye piyasaları etkinliğini kaybetmektedir.
- Sermaye kontrollerinin ileride daha da artacağı endişesi ile, sermayenin dönüş hızında sapmalar oluşmaktadır.
- Bu koşullarda ulusal para otoritelerinin yetkileri artacağından, istedikleri anda piyasaya müdahale yeteneği kazanmaktadırlar.

Yaşanan deneyimler, sürekli sıkı kontrollerin sadece kısa dönemde etkin olabileceğini, uzun dönemde ise yanıltıcı bir nitelik taşıdığını göstermiştir. Üstelik, ticareti finanse etmeye yönelik müdahaleler dahil, empoze edilen yoğun kontroller, ekonomik etkinliği azaltıcı sonuçlar ve ciddi sorunlar yaratmaktadır. Kambiyo kontrolleri uygulayan ülkeden daha liberal politika izleyen ülkelere doğru sermaye kaçıışı olacağından sermaye kontrolleri ülke parasının dış değerini düşürecektir. Kuşkusuz, sermaye kontrollerinin kaldırılması ile piyasada oluşacak liberal ortam, mekanizmanın içerisinde denge kurmasını sağlayacak, böylece otoritelerin piyasaya gelişigüzel müdahalelerinin yaratacağı olumsuz etkiler de azalacaktır.

2.2.2. Teknolojideki Gelişmeler

1980'lerden bu yana hızlanarak gelen teknolojik gelişmeler, hiç farkına varılmadan, bugüne kadar alışlagelen zaman ve mekan kavramlarını köklü bir şekilde değişikliğe zorlamaktadır. Bilgisayarların bellek ve işlemci güçlerinin sıçrayarak artması, kişisel bilgisayarların gelişmesi ve sayılarının global olarak yaygınlaşması, bunları yerel olarak ve uluslararası bağlarla birbirine bağlayan kanalların oluşması; yepyeni bir ilişkiler, bir anlamda yeni bir ilişki düzlemi ortaya çıkmıştır. Bu düzlemde, bilgisayarlar devlet, sınır ve hukuk tanımadan gerçek zaman içinde mali işlemler, bilgi alış veriş, doküman değişimi gerçekleştirilmektedir. Bu düzlemde giderek sanal bir ekonomi oluşmaktadır. Bu düzlem, sadece sanal bir ekonomi yaratmıyor, gerçek yeni yaşam biçimleri, şirket yapıları, üretim yöntemleri, kompleks ürünler/hizmetler, karşılıklı bağımlılık ve hiyerarşiler oluşturmaktadır.

Bilgi işlem ve haberleşmenin hızlanması, yaygınlaşması ve ucuzlaması sayesinde sermayenin dolaşımı, “gerçek zaman” kavramı ile ifade edilebilecek işlemler yoluyla, doğrudan, bire bir ilişkilerle aracılı tasfiye

ederek (örneğin, direct banking, on-line trading, tele-shopping vb.) gerçekleşmekte, böylece sermaye zaman ve mekan ile kesintiye uğramadan faaliyetinde süreklilik kazanmaktadır. Dünyanın hemen her yerindeki ekonomik/mali birimler birbirleriyle entegre olmaya başlamıştır. Bu ise ufak bir sarsıntının hızla yaygınlaşarak büyük ekonomik zelzelelere dönüşmesi tehlikesini oluşturmaktadır. Örneğin, Meksika'nın ücra bir köşesinde Chipas bölgesindeki bir kıızılderili ayaklanması, bu ülkede bir mali krizin tetiğini çekerek, uluslararası sermaye hareketlerinde büyük bir sarsıntı meydana getirmekte, birçok gelişmekte olan piyasanın geleceğini etkilemektedir [Yıldızoğlu,1996:22-23].

2.2.3. Finansal Aracılardaki Değişim

Finansal aracılık, finansal kurumların fon arzı ile talebini bir araya getirmedeki rollerini ifade etmektedir. Finansal aracılığın en bilinen ve ilk örneği, bankaların yaptığı tasarruf sahiplerinden mevduat toplama ve toplanan bu mevduatları fon ihtiyacı olanlara plase etmeleridir. Klasik aracılık olarak ifade edilebilecek bu süreçte fon transferinin iki tarafı yanyana gelmemekte; ilişki, bankaların her iki tarafla yaptığı sözleşmelerle sağlanmaktadır. Bu durum iki tarafın karşılaşmasıyla sağlanabilecek esneklikten uzaktır.

Yeni dönemde ise, finansal aracılıkta bankaların rolü azalmış ve fon akışları menkul kıymetlerle sağlanır olmuştur. Aracılığın azalması, fon transferinin iki tarafına da avantaj sağlamaktadır. Finansal araçlar, daha çok menkul kıymetlerin ihracında görev almaktadırlar. Bu gelişme, ikincil piyasaların gelişmesi ve menkul kıymetlerin likiditesini arttırmaktadır. Bu ise, menkul kıymetlerin hacim ve çeşitlilik olarak artışına imkan tanımıştır. Finansal aracılıkta uzmanlaşmanın öneminin artması ile, bankacılık dışı aracı kurumlar (aracı kurumlar, sigorta şirketleri vb.) bankacılık faaliyetlerine alternatif olabilecek hizmetleri sunarak, finansal sistemin derinleşmesi ve çeşitlenmesini, hizmet kalitesi ve etkinliğinde artış sağlamıştır [Alp, 2000:64].

2.2.4. Yeni Finansal Araçların Geliştirilmesi ve Menkul Kıymetleştirme

Finansal kurumlar, piyasalarda istikrarsızlığın artması, geleneksel araçların modern ve global çağın finansal ihtiyaçları karşısında yetersiz kalması ve potansiyel yeni pazar arayışları gibi faktörlerin sonucu olarak finansal araçlarda yenilik arayışına önem vermektedirler. Bu sayede, başta türev ürünler olmak üzere, sermayenin uluslararası dolaşımını kolaylaştıran çok sayıda yeni finansal araç (depo menkul kıymetler gibi) geliştirilmiştir. Öte

yandan, geliştirilen yeni araçların sermaye ve diğer kontrolleri aşacak yeni yollar bulması, engellerin kaldırılmasını hızlandırmıştır.

Menkul kıymetleştirme; tek başına pazarlanabilir olmayan varlıkların, o varlıklara bağlı olarak çıkarılan menkul kıymetler aracılığı ile satılabilmesini sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme, borç veren ile borç alan arasında doğrudan ve aracısız fon akışına imkan vermektedir. Son yıllarda finansal piyasalarda menkul kıymetleştirmenin de yaygınlaşması ile doğrudan finansman, dolaylı finansmandan daha fazla kullanılmaktadır. Menkul kıymetleştirme yalnız ulusal değil, uluslararası bir boyut kazanmıştır. Globalleşen ve kısıtlamaların kaldırılmasıyla sermaye hareketlerinin serbest hale geldiği finansal piyasalarda, kuruluşlar; diğer ülke piyasalarına menkul kıymet ihraç ederek fon sağlamaktadır. Bunu yaparken, sadece direkt finansmanın endirekt finansmana kıyasla sağlayacağı maliyet tasarruflarından değil, aynı zamanda uluslararası piyasalardaki yüksek rekabet nedeniyle borçlanma faiz oranlarının çok daha düşük olmasından da yararlanmaktadır [a.g.e., s. 66]. Sonuç olarak uluslararası çapta yaygınlık kazanan menkul kıymetleştirme, sermayenin uluslararası düzeyde hareket etmesini kolaylaştırmakta ve gelişen piyasalara olan sermaye akımlarının artmasına neden olmaktadır.

2.2.5. Uluslararası Entegrasyon

Yukarıda sıralanan gelişmelerin de bir sonucu olarak, sermayenin çeşitli ülkelere ait piyasalarda herhangi bir sınırlama olmaksızın serbestçe dolaşabilmesi ve bunun sonucunda piyasalar arasında farklılıkların azalması ile piyasalar arasında entegrasyon artmıştır. Son yıllarda gözlenen uluslararası hisse senedi pazarlarının entegrasyonu somut birkaç faktöre bağlanabilir:

- Enformasyon teknolojisi ve iletişim imkanları yerel ihraçlardan daha düşük sendikasyon ve dağıtım ücreti ile daha kısa zaman dilimi içinde büyük uluslararası hisse senedi ihracı yapabilmek için gerek duyulan uluslararası bankacılık sendikasyonlarının ve aracı kurumların gelişmesi.
- ABD’de ADRs (Amerikan Depo Edilmiş Menkul Kıymet Sertifikaları) ve Rule 144A ihracı gibi özkaynak bazlı yabancı enstrümanlarının sunulması. Bu araçlar; geçmişte yatırımları engelleyen düzenlemeleri ve fiziki problemleri önemli ölçüde azaltmıştır [Parasız, 1996:224].
- Değişik ülkelerin farklı borsalarında çoklu kote uygulamasındaki yaygınlaşması.
- Uluslararası sermaye pazarlarının entegrasyonu, portföylerin global çeşitlendirmesini ucuz bir şekilde sağlaması.

Global manada entegrasyonun gelişmekte olan ülkeler üzerindeki bazı olumsuz etkilerinin olduğu unutulmamalıdır. Global entegrasyonun sağladığı avantajların yanında, dünya ekonomisinde teknolojinin ve yeni yatırım araçlarının da yardımı ile son derecede hızlı hareket eden, çeşitli ülke pazarlarına hızla girip çıkabilen, bu arada da mali krizlere yol açabilen, merkez bankalarını iktidarsızlaştıran, hükümet politikalarını anında etkisiz bırakan global düzeyde karar veren yatırımcılardan ve “sıcak para”dan oluşan çok istikrarsız bir sermaye piyasası oluşmuştur [Yıldızoğlu, 1996: s:17].

2.2.6. Yerel Faktörler

Gelişen piyasaların büyümesi ile ilgili olarak son yıllarda çoğu gelişmekte olan ülkenin gerçekleştirdiği makroekonomik ve yapısal reformlar etkili olmuştur. Öncelikli olarak gelişmekte olan ülkeler bu dönemde izledikleri daha dışa açık, liberal ve serbest piyasa ekonomisi temelinde politikalarla ekonomik büyümede ilerlemeler göstermişlerdir. Bunun bir sonucu olarak, ihracat, iç talep ve şirket karları hızlı şekilde artmıştır. Azalan parasal açıklar, sabit ve gerçekçi kurlar ve düşük enflasyon tarafından karakterize edilen bir çevrede, özel sektör büyümüş ve gelişmiştir [Feldman ve Kumar, 1995:187].

Ülke deneyimleri; pazarları canlandırmak ve yatırımcı güvenini tesis etmek amacıyla kurumsal çerçeveyi iyileştirmek için belirli önlemleri almanın gerekliliğini göstermiştir. Örneğin, Arjantin, Şili, Hindistan ve Kore yabancı yatırımcılara olan engelleri ya kaldırmışlar ya da azaltmışlar, ödeme ve takas işlemlerinde iyileştirme yapmışlardır. Aynı zamanda çok sayıda ülke, örnek olarak kota alınan yeni hisse senetleri için artan halkı aydınlatma ihtiyacı nedeniyle düzenlemeleri sıkılaştırmış, menkul kıymet piyasaların gelişmesini teşvik etmek için işlemler üzerinden alınan ücret ve vergileri azaltmışlardır. Bazı ülkeler temettüleri veya sermaye kazançlarına uygulanan vergileri ya azaltmış ya da kaldırmıştır. Kurumsal çerçevedeki iyileştirmeler, içten bilgi ticareti ve pazar manipülasyonunu da kapsayan sapmaları dikkati çekecek şekilde azaltarak, yerli ve yabancı yatırımcı tabanının genişletilmesine yardımcı olmuştur.

Ayrıca, kamu mülkiyetindeki teşebbüslerin özelleştirilmesiyle arz artırılmış, ayrıca bunların çoğu uluslararası alanda pazarlanarak, kapitalizasyon ve hisse senedi piyasasının canlılığı arttırılmıştır. Özelleştirme, daha kapsamlı bir eğilim olan kamunun kendisini ekonomiden dışlamasının sonucudur. Örneğin Malezya'nın telekomünikasyon şirketini 1990'da özelleştirmesi, bu ülkedeki yeni hisse ihraçlarının düzeyini tüm zamanların en yüksek düzeyine çıkmasına yardım etmiştir. Meksika'da da, özelleştirme özkaynak ihraçlarındaki ivmeyi hızlandırmıştır. Birkaç ülkedeki bunun

gibi programlar, çoğunlukla özelleştirilen şirketlerin etkinliğinde önemli iyileşmelere neden olarak, özel sektörün alanını genişletme gibi dolaylı yararlar sağlamıştır [a.g.c., s.189].

Yukarıda sıralanan gelişmelerin de etkili olduğu, yabancı sermayenin girişinde keskin bir artış olmuştur. Tahvil ve özkaynak akımları gibi direkt yabancı yatırımlardaki çarpıcı artışın güç vermesi ile, banka dışı sermaye akımları, 1993'ün ortasında tüm zamanların en yüksek düzeyine ulaşmıştır. 1994'te özel sermaye akımlarında bir yavaşlamaya rağmen, dört yıl öncesine göre hala anlamlı şekilde yüksektir. Teknoloji ve iletişim alanındaki gelişmelerin hızlanmasıyla, portföy çeşitlendirmeden yararlanma fırsatı da, yabancı sermaye akımlarını cesaretlendirmeye yardım etmiştir.

2.3. Uluslararası Sermaye Akımları ve Gelişen Piyasalar

Uluslararası sermaye, kendine sürekli olarak daha yüksek getiri vaat eden, aynı zamanda güvenilir yeni yatırım alanları bulma arayışı içindedir. Esasen gelişen piyasaları, uluslararası sermayenin bu beklentilerine cevap veren veya vermesi beklenen yatırım alanlarıdır. Bir benzetme ile gelişen piyasalar, deniz aşırı sermayenin tehlikeli sularda sığınabilecekleri güvenilir yeni limanlar olmuştur. Birçok gelişmekte olan ülke de, bu akımlardan önemli oranlarda pay almıştır. Çünkü bu dönemde, yeni kazanç fırsatlarını geliştirmekte olan ülkelerde gören uluslararası yatırımcılar, yatırımlarını geliştirmekte olan piyasalara yönlendirmişlerdir. Buna bağlı olarak 1990'lı yılların başlarında, tüm uluslararası sermaye akımlarının beşte birinin geliştirmekte olan ülkelere gittiği gözlenmiştir [Aslan, 1995a:69]. Bu gelişmenin bir sonucu olarak geliştirmekte olan ülke sermaye piyasaları büyüme göstermiştir.

Sermaye piyasalarının globalleşmesi, menkul kıymetleşmesi ve son derece serbest hale gelmesi sonucunda uluslararası sermaye hareketleri hızlanmış, 1980'lerden sonra uluslararası alanda hareket eden büyük sermaye akımları meydana gelmiştir. Sermaye hareketleri, önceleri daha çok gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşirken, birçok geliştirmekte olan ülke de bu akımlardan önemli oran pay almış, geliştirmekte olan ülkelere ve geçiş dönemindeki ekonomilere olan toplam sermaye akımları hızla büyüyerek, 1970'lerde yaklaşık 28 milyar \$'dan 1997 yılında 306 milyar dolara ulaşmıştır. Bu süreçte, sermaye akımlarının içeriği de önemli şekilde değişmiş, resmi kaynaklı akımlar yarıdan fazla azalırken, geliştirmekte olan ülkelerin çoğunda özel sermaye akımları ana kaynak haline gelmiştir. Doğrudan yatırımlar 1990'lı yıllar boyunca artışını sürdürmüştür. Bu artışın en önemli kaynağı, geliştirmekte olan ülkelerde kamu işletmelerinin özelleştirmesi olmuştur. Net portföy yatırımları 1970 yılında 10 milyon \$'dan 1996 yılında 103 milyar dolara

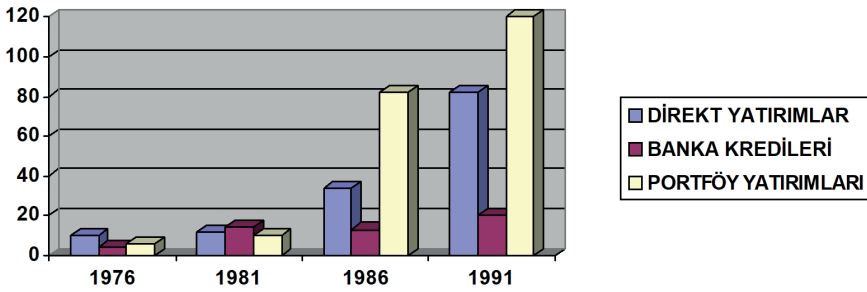
yükselmiştir. Uluslararası yatırım ve emeklilik fonları, özkaynak akımlarının gelişen piyasalara akmasına yardım etmiştir. Sendikasyon kredileri ve diğer özel sermaye akımları, 1980'lerdeki borç krizinden sonra başlayan dönem boyunca, ısrarlı şekilde göreceli düşüş göstermiştir [World Bank, 2002a:42].

2.3.1. Uluslararası Sermaye Akımları ile İlgili Genel Bilgiler

Uluslararası sermaye akımları, bir ülkede yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki kişiye fon aktarması veya ondan bir varlık satın almak üzere fon aktarması ile ortaya çıkmaktadır. Uluslararası sermaye akımları, temel olarak kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları ve özel sermaye akımları olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır.

i. Resmi Yabancı Sermaye Akımları: Bir ülkenin gelişmesine ya da krizden çıkmasına katkı yapmak amacıyla finansal ve teknolojik kaynaklar bir ülkeden veya IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan bir ülkeye borç verme veya yatırım yapma biçiminde gerçekleşir.

ii. Doğrudan Yabancı Yatırımlar: Firmaların merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelere yeni bir işletme kurmak, başka bir işletmeyi satın almak veya ortak olmak suretiyle yapılmaktadır [Seyidoğlu, 1993:568]. Doğrudan sermaye yatırımları, 1980'li yılların sonlarına doğru önemli ölçüde artma trendine girmiş, gelişmekte olan ülkelere olan ülkelere olan yatırım tutarı 1993 yılında 67 milyar \$'a ulaşmıştır. Ayrıca, tüm dünya doğrudan yatırım hacminin %37'si bu ülkelere akmıştır. Sonuç olarak, doğrudan yatırımlar artarken, toplam akımlar içinde gelişmekte olan ülkelerin payı yükselmekte, gelişmiş ülkelerin payı azalmaktadır [Uzunoglu ve Diğ., 1995:57-58].



Şekil 2.2 Uluslararası Özel Sermaye Akımlarının Yapısı [Alp, 2000:189]

iii. Özel Sermaye Akımları: Fon talep edenlerle fon arz edenlerin para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler sonucunda ortaya çıkan fon akımlarıdır [Seyidoğlu, 1993:231]. Özel sermaye akımları, portföy

yatırımları, banka kredileri, tahvil ihracı ve diğer yollarla gerçekleşmektedir. Şekil 2.2’de yıllar itibariyle özel sermaye akımlarının kompozisyonunun değiştiği ve portföy yatırımlarının payını hızla arttırırken, banka kredilerinin payının azaldığı görülmektedir.

Tablo 2.3’de gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının politika özerkliğine getirdiği kısıtlar ve sahip oldukları potansiyel riskler açısından derecelendirilmiştir. Buna göre, iktisadi politika özerkliğini en fazla portföy yatırımlarının; en az doğrudan yatırımların kısıtladığı görülür. Potansiyel risk açısından bakıldığında ise, yine en riskli sermaye girişinin portföy yatırımları olduğu görülür. Risk açısından portföy yatırımları yalnızca ticari kredilerle karşılaştırılabilir [Esen,1997:154].

Tablo 2.3 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları ve Etkileri

DERECE	İKTİSADİ POLİTİKA KISITLARI	POTANSİYEL RİSK
En Yüksek	Portföy Yatırımı Ticari Krediler	Portföy Yatırımı Ticari Krediler
↓	Dış Yardım	Dış Yardım
En Düşük	Doğrudan Yatırımlar	Doğrudan Yatırımlar

Kaynak: [Esen,1997:154]

Niteliği itibariyle serbest piyasa koşulları içinde hareket eden özel sermaye akımları, gelişen piyasaların gelişmesiyle yakından ilgilidir. Liberalleşme eğilimleri ile birlikte özellikle portföy yatırımları son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelmiş ve bu ülkelerin para ve sermaye piyasalarının canlanmasında son derece önemli roller oynamıştır. Bu açıdan, sermaye akımları tamamen uluslararası finansal piyasa koşulları çerçevesinde gerçekleşen portföy yatırımları üzerinde durulacaktır.

2.3.2. Sermaye Akımlarının Gelişim Süreci

19. yüzyılın sonu ve 20. yüzyılın başlarında ortaya çıkan portföy yatırımları ve doğrudan sermaye yatırımları, daha çok ABD ve bazı Avrupa piyasaları arasında gerçekleşmiştir. 1929 Büyük Ekonomik Krizi ile uzun vadeli sermaye akımları kesilmiş, 1930'lara hakim olan siyasi ve finansal belirsizlikler sonucunda sermaye akımları 'sıcak para' olarak tabir edilen kısa vadeli sermaye akımlarına dönüşmüştür.

2. Dünya Savaşı sonrası, yenilen ülkelere ve gelişmekte olan ülkelerin gelişmesini hızlandırmak amacıyla Dünya Bankası, uluslararası piyasaları ve

sermaye akımlarını yeniden canlandırmayı hedeflemiştir. Nitekim, 1950'li yıllarda uluslararası piyasalar ve doğrudan yatırımlar oluşmaya başlamıştır. Ancak, 1970'lerde ortaya çıkan petrol krizi petrol gelirlerini arttırmıştır. 'Petro-dolar' olarak bilinen bu fonlar, Avrupa piyasalarına yönelmiş ve uluslararası fonların miktarı aşırı şekilde artma göstermiştir. Bu dönemde fon akımları büyük ölçüde, kıyı bankaları veya euro pazarlarda gerçekleşen değişken faizli banka kredileri biçiminde ortaya çıkmıştır.

Uluslararası fonların bollaşması, fon akımının tarafları üzerinde bazı etkileri olmuştur. Ellerinde bol miktarda fon bulunan bankalar, bu fonları plase etme zorunluluğundan dolayı yeterli hassasiyeti göstermeden gelişmekte olan ülkelere kredi olarak tahsis ederken; gelişmekte olan ülkeler, rahat ve bol borç bulabildikleri için bu fonları pek de rasyonel kullanamamışlardır. Örneğin, kredi ile yatırımın vadesi ayarlanamamış, kısa vadede getirisi düşük alanlara yatırım yapılmıştır. Bu çarpıklıklar, 1980'lerin başlarında ortaya çıkacak olan borç krizine zemin hazırlamıştır. Nitekim, birçok gelişmekte olan ülkede, iyi kullanılmayan bu kredilerin geri ödenmesinde ciddi tıkanmalar yaşanmıştır. 1970'lerin başından itibaren yoğunlaşan uluslararası sermaye hareketleri, bu tarihten itibaren dört aşama geçirmiştir [Uzunoglu ve Diğ., 1995:36-37]:

- İlk evrede, önemli ölçüde sermaye hareketleri gelişmiş ülkeler arasında yaygınlaşmıştır. Bu evrede, kurumsal yatırımcılar ve yabancı finansal kuruluşların önemli pazarlarda yaptıkları yatırımlar önemli rol oynamıştır.
- İkinci evrede, gelişmiş ülkelerde sermaye kontrolleri yumuşatılmış ve finansal piyasalarda serbestleşme artmıştır. Bu aşamada, uluslararası sermaye piyasaları arasında entegrasyon hızlanmıştır.
- Üçüncü evre, gelişmiş ülkelerin cari işlemler ve kamu açıklarının kapanmasına yönelik sermaye akımlarının yoğunluk kazandığı bir dönemdir. Bu dönemde, sermaye akımlarının büyük kısmı, resmi akımlardan ziyade özel akımlardan ve özellikle de ticaret bankalarından daha çok menkul kıymet ihracı yoluyla sağlanmıştır. Örneğin bu evrede, 1983-1987 döneminde sermaye akımlarının %75'i ABD cari işlemler açıklarının finansmanı için kullanılmıştır.
- Dördüncü evrede ise 1980'lerin sonlarına doğru özellikle gelişmekte olan ülkelere özel ve resmi sermaye akımlarının başladığı görülmektedir. 1990'lı yıllarda sermaye kontrollerinin kaldırılması ve finansal sistemlerde serbestleşme gelişmekte olan ülkelerde yaygınlaşmış ve bu ülkelere ait piyasalar, uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleşmiş ve yoğun sermaye akımlarına konu olmuştur.

1980'li yılların başlarında gelişmekte olan birçok ülkenin büyük dış borçları ve bazı ülkelerde yaşanan dış borç krizi bu ülkelere yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcıları ihtiyatlı davranmaya itmiş ve hükümetlere yönelik finans akımları tamamen kesilmiş, bu ülkelerin dış kaynak elde etme imkanları kısıtlanmıştır. Kredilerin kısılması, tasarruf potansiyeli yüksek gelişmiş ülkelerde fonların birikmesine yol açmıştır. Bu dönemde enflasyon oranları ve bankacılık kesiminde kar marjları düşmüş ve sektörde rekabet yoğunluk kazanmıştır. Yaşanan bu gelişmelerden sonra ise, birçok gelişmekte olan ülkede ekonomik ortamın iyileşmesi ve uluslararası sermayenin serbest dolaşımına imkan sağlayan koşulların sağlanması ile birlikte, 1990'lı yıllarda büyük bir kısmı özel fon sunucuları tarafından sağlanan portföy yatırımları ve doğrudan sermaye yatırımları şeklinde yüksek miktarda uluslararası sermaye akımı gelişen piyasalara yönelmiştir. 1990'lı yıllarda yaşanan gelişen piyasa krizleri, kısa süreli olarak sermaye akımlarını sekteye uğratsa da, artış trendi devam etmiştir. Krizle birlikte azalan portföy yatırımlarına karşılık olarak, kısa ve uzun vadeli banka kredileri, IMF kredileri ve benzeri fon akımlarında artma gözlenmektedir. Kesin bir görüş vermek için yeterli gözlem olmamakla birlikte portföy akımları ile resmi ve bankacılık kaynaklı sermaye akımlarının birbirlerini kısmen ikame ettikleri söylenebilir.

Tablo 2.4 Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları (Milyar \$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
TÜM GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER						
Net Toplam Sermaye Akımları*	35.5	154.4	130.1	172.9	151.6	193.7
Doğrudan SA + Portföy Yat. (net)	36.9	65.3	78.8	138.5	111.7	108.6
Net Doğrudan SA	18.6	28.4	31.6	48.9	61.3	71.7
Net Portföy Yatırımları	18.3	36.9	47.2	89.6	50.4	37.0
Diğer**	-1.4	89.1	51.3	34.5	39.8	85.1
AFRİKA						
Net Toplam Sermaye Akımları*	2.0	3.5	2.7	7.2	13.4	12.6
Doğrudan SA + Portföy Yat. (net)	1.1	1.1	1.6	0.3	3.3	2.2
Net Doğrudan SA	1.4	1.6	2.6	1.2	2.2	2.1
Net Portföy Yatırımları	-0.2	-0.5	-1.0	-0.9	1.1	0.1
Diğer**	0.8	2.4	1.1	6.9	10.1	10.4
ASYA						
Net Toplam Sermaye Akımları*	23.1	49.8	32.1	70.5	81.1	104.1
Doğrudan SA + Portföy Yat. (net)	8.5	17.2	24.2	56.5	57.9	70.9
Net Doğrudan SA	9.4	14.3	14.4	32.7	41.9	52.4
Net Portföy Yatırımları	-0.9	2.9	9.8	23.8	16.0	18.5
Diğer**	14.6	32.6	7.9	14.0	23.1	33.2

ORTA DOĞU						
Net Toplam Sermaye Akımları*	-8.1	78.1	42.2	31.9	9.9	15.1
Doğrudan SA + Portföy Yat. (net)	3.3	24.5	22.4	16.3	15.4	8.4
Net Doğrudan SA	1.2	1.3	1.8	1.1	-0.5	0.0
Net Portföy Yatırımları	2.1	23.2	20.6	15.1	15.9	8.4
Diğer**	-11.4	53.6	19.9	15.6	-5.5	6.7
LATİN AMERİKA						
Net Toplam Sermaye Akımları*	18.5	23.0	53.1	63.4	47.2	61.8
Doğrudan SA ve Portföy Yat. (net)	24.0	22.5	30.7	65.5	35.1	27.2
Net Doğrudan SA	6.6	11.2	12.8	13.9	17.7	17.1
Net Portföy Yatırımları	17.4	11.4	17.8	51.6	17.4	10.0
Diğer**	-5.5	0.5	22.5	-2.1	12.1	34.7
DOĞU AVRUPA						
Net Toplam Sermaye Akımları*	11.9	-0.5	5.0	10.9	13.6	34.4
Doğrudan SA + Portföy Yat. (net)	0.0	3.2	3.3	8.8	8.5	17.3
Net Doğrudan SA	0.0	2.4	4.2	6.0	5.6	11.4
Net Portföy Yatırımları	-	0.8	-0.8	2.7	3.0	6.0
Diğer**	11.9	-3.7	1.7	2.1	5.1	17.1

Kaynak:[Chen ve Kahn, 1996:21]

Not :* Rezerv varlıkları içermez.

** Kısa ve uzun süreli krediler; borçlar; para ve mevduatlar ve diğer alacak ve borç hesapları
SA: Sermaye Akımları

Tablo 2.4, gelişmekte olan dünyaya sermaye akımlarının coğrafik dağılımını göstermektedir. Sermayenin, potansiyel yatırım verimlerinin yüksek (yüksek büyüme hızı olan) ve/veya piyasa mekanizması kökleşmeye başlamış ülkelere yönelme gösterdiği çok açık olarak görülmektedir. Bu dönemde yabancı yatırımcıları çeken ülkeler; Asya, Doğu Avrupa'da geçiş halindeki ülkeler ve batı yarımküresi ülkeleri olmuştur [Chen ve Kahn, 1996:20].

1990'lı yıllarda resmi sermaye akımları hemen hemen aynı düzeyini korurken; özel sermaye akımları, özellikle doğrudan sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarındaki hızlı artışla beraber büyümüş ve toplam sermaye akımları içindeki payı, 1990 yılında %44'ten 1993 yılında %75 düzeyine ulaşmıştır. 1989-1993 döneminde, doğrudan sermaye akımları istikrarlı bir şekilde artarak 1989'da 25.7 milyar\$'dan 1993'te 66.6 milyar \$'a ulaşmıştır. Asıl çarpıcı artış portföy yatırımlarında yaşanmıştır. Sabit getirili (tahvil) ve öz kaynak şeklindeki portföy yatırımları, sırasıyla 1989 yılında 4.2 ve 3.5 milyar \$'dan 42.1 ve 46.9 milyar \$'a yükselmiştir (Bkz. Tablo 2.4).

2.3.3. Sermaye Akımlarının Gelişen Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Uluslararası sermaye hareketleri ekonomik gelişmesinin önemli bir aracı durumundadır ve gelişen ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman desteği sağlamaktadır. Son dönemde sermaye akımlarının tür ve kullandığı kanallardaki değişimin gelişmekte olan ülkeleri ilgilendiren sonuçları olmuştur. Sermaye akımlarının özel kanallara kayması ile bağlantılı ve küreselleşmenin dolaylı bir ürünü olarak, gelişmekte olan ülkelerin daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli borçlanmaya kaydığı görülmektedir. Bu ülkeler dış kaynak ihtiyaçlarını artan ölçüde uluslararası finans piyasalarından karşılar hale gelmişlerdir. Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişen piyasalara etkileri makroekonomik ve sermaye piyasaları açılarından ayrı ayrı ele alınacaktır.

2.3.3.1. Makroekonomik Etkileri

Yabancı sermaye girişinin gelişen ülke ekonomilerinde oluşturacağı olası reel etkileri öngörmek zor değildir. Yabancı sermaye girişi, hem başlangıçta getirdiği sermaye hem de yatırımdan elde ettiği karları yeniden yatırıma dönüştürerek, gittiği ülkenin sermaye birikimini arttırmakta, üretim ve istihdama doğrudan veya dolaylı olarak katkı yapmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye girişi, bu ülkelerde ulusal kaynaklarının elverdiği düzeylerin üzerinde harcama ve yatırım yapılabilmesini mümkün kılmaktadır. Kaynak kullanımının artışı hızlı ekonomik büyümeyi getirmektedir. Getirilen dövizin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı arttırıcı etkisi, sermaye ithalatçısı ülkenin ödemeler dengesini düzeltici yönde etki yapmaktadır. Sermaye akımlarının artması ile, uluslararası döviz rezervleri ve rezervlerin ithalatı karşılama oranı yükselmektedir. Ayrıca, yerli ekonomiye dinamizm kazandırarak iç rekabeti arttırdığı gibi dış piyasalarda da rekabet gücü kazandırmaktadır. Sermaye girişi, ekonomide hem arz hem de talep yönüne arttırıcı etki yaparak, üretim artışı ve ekonomik büyümeyi sağlamaktadır [Uzunoglu ve Diğerleri, 1995:63].

Yabancı sermayenin sağladığı avantajların yanısıra dezavantajları da bulunmaktadır. Uluslararası sermaye akımları büyüdükçe yurtiçi tasarrufları düşmektedir. Yabancı sermayenin herhangi bir nedenle ülkeden ayrılması, girişinin azalması ya da durması, sermaye ithalatçısı ülkede sermaye stokunun azalmasına yol açarken, ödemeler dengesini de olumsuz etkilemektedir. Uluslararası sermaye akımlarından yararlanmak amacıyla ekonomik dış açılması ve mali piyasalarda serbestleştirme, ülke ekonomisinde makroekonomik istikrarsızlığın varolması durumunda istikrarsızlığı arttırıcı ve derinleştirici bir rol oynamaktadır. Liberalizasyon politikaları, ekonomi

üzzerindeki kontrolü zorlaştırmakta ve dış ekonomik etkenlere duyarlılığın artmasına neden olmaktadır [Tezcanlı ve Diğ, 1994:28].

Hükümetler cari işlemler açığını kapatmak için yabancı sermaye girişini özendirme eğilimindedir. İstikrarsız bir ekonomik yapı içinde ve enflasyon ortamında, kısa vadeli fonların çekilmesi çabasına girilmektedir. Sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli fonlar, faiz ve kurlardaki beklentilere uygun olarak hareket etmektedir. Örneğin Türkiye’de olduğu gibi sıcak para girişini arttırmak amacıyla döviz kurundaki artış enflasyondaki artışın gerisinde, faiz oranları ise enflasyon oranının üzerinde tutulmaktadır [Kazgan, 1994:15-16]. Bu politikaların sonucu olarak düşük döviz kuru ihracatı engellemekte, ithalatı arttırmakta ve ülkenin kendi imkanlarının ötesinde ithalatı teşvik ederek cari işlemler açıklarını büyütmektedir var olan makroekonomik istikrarsızlık derinleşmektedir [Boratav, 1994:17].

Sermaye akımlarını çeken ülkeler, yapısal reformları yaparak, uygun para ve maliye politikaları uygulayarak sermaye akımlarının olumsuz etkilerini kontrol edebilirler. Ayrıca, olumsuz yanları olabilecek kısa vadeli portföy yatırımlarından çok, daha uzun vadeli olan ve kalıcı olumlu etkilere sahip doğrudan yatırımların çekilmesini sağlayacak yatırım iklimini ülkeye hakim kılmak gelişmekte olan ülkelerin temel hedefi olmalıdır.

2.3.3.2. Sermaye Piyasası Üzerinde Etkileri

Yabancı sermaye girişi, bir ülkenin hisse senedi piyasalarını direkt olarak canlandırıcı bir rol oynamakta, kapitalizasyon hacmi ve likidite düzeyini arttırarak piyasanın gelişmesine olumlu katkı yapmaktadır. Aynı zamanda, yabancı sermayenin reel ekonomiye yansması ile sağlanan ekonomik büyüme de piyasaları pozitif olarak etkileyecektir. Öte yandan, ekonomik büyüme için global sermayeden daha fazla yararlanma ihtiyacı, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik ve politik alanlarda yapısal reformlara gidilmesini teşvik etmektedir. Uluslararası sermaye akımlarını çekme çabasının bu ülkelerde ekonomik ve politik istikrar ile sonuçlanması sermaye piyasalarının gelişmesini de olumlu etkileyecektir. Yapılan yapısal reformlar ve sağlanan sermaye girişi, yatırım iklimini olumlu yönde etkileyerek kaynak tahsisinde etkinliği ve kaynak kullanımında verimliliği arttırarak reel değişkenler üzerinde dolaylı etkiler oluşturabilecektir.

Gelişen ülkelerin hisse senedi arzıyla gerçekleştirdiği özelleştirmelerin üçte biri uluslararası yatırımcılar tarafından karşılanmıştır. Uluslararası yatırımcıların portföy yatırımları ile yerel piyasalarda yaptıkları alımlar, hisse senedi fiyatlarını arttırmakta, yerel piyasalardaki ilginin de bu piyasalarda yoğunlaşmasına neden olmaktadır [Tezcanlı ve Diğ, 1994:29]. Bu aşamada,

yoğun sermaye girişinin hisse senedi fiyatlarında spekülatif artışlara (literatürde balon kavramı ile ifade edilen) neden olabilmekte, hatta, yaşanan deneyimlerin gösterdiği gibi, varlık fiyatlarında hızlı bir geri dönüş, servetleri ve güvenilirlikleri üzerindeki ters etkisi nedeniyle bankacılık sektörüne önemli bir olumsuz etki yapabilir ve tüketim ile yatırım harcamalarında bir kısıntıya yol açabilir [Feldman ve Kumar, 1995:194].

2.3.4. Portföy Yatırımları ve Gelişen Piyasalara Yönelik Portföy Akımları

Portföy akımları 1989'da yaklaşık 7.5 milyar \$'dan 1992'de 36.8 milyar \$'a yükselmiş ve 1993 yılında tahminen 55.8 milyar \$'lık zirve noktaya ulaşmıştır. Ancak, bazı gelişmekte olan ülkeler büyük miktarda uluslararası sermaye çekerken, diğer bazıları bunu sağlayamamıştır. 1989-1993 döneminde portföy akımlarının yarıdan fazlası Latin Amerika ve 5 ülkeye (Arjantin, Brezilya, Meksika, Kore ve Türkiye) olmuştur [Howell, 1994:ix]. 1990'lı yıllar boyunca ise, net sermaye akımları ezici bir farkla, en büyük gelişen piyasalardan 12'si (Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan, Malezya, Meksika ve Tayland gibi ülkeler) tarafından çekilmiştir [World Bank, 2002a:43].

Bu gelişmelere bağlı olarak 1989 yılından sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarında önemli bir sıçrama olmuştur. 1989-1993 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere giden portföy yatırımlarında (tahvil, mevduat sertifikası, ticari kağıtlar ve hisse senedi) yedi katlık bir artış göstererek 55.8 milyar dolarlık bir miktara ulaşılmıştır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişinin yaklaşık üçte biri portföy yatırımı biçimindedir ve diğer sermaye hareketleri ile karşılaştırıldığında, en hızlı artış portföy yatırımlarında olmuştur. Yine 1989-1993 yılları arasında doğrudan yatırımlar % 127, resmi yatırımlar % 52 oranında artarken portföy yatırımlarındaki artış % 277 olmuştur [Esen,1997:152-153].

Tablo 3.5'ten gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen portföy akımlarının 1990-1999 dönemindeki miktar ve kompozisyon olarak gelişimi, bireysel olarak ülkeler ve gelir grupları itibariyle görülebilir. Daha önce yapılanlara ek olarak şu saptamaları yapmak mümkündür: Orta gelirli ülkeler, düşük gelirli ülkelere oranla, son yıllarda toplam sermaye akımlarının yüzdesi olarak daha yüksek özkaynak portföy yatırımı çekmişlerdir. Üstelik, düşük gelirli ülkeler, resmi akımlara daha yoğun olarak güvenmektedirler (örn. Büyük sahra altındaki Afrika ülkeleri) (Bkz. Tablo 3.5).

Portföy yatırımlarının iki açıdan gelişmekte olan ülkeler için önemli olduğu ileri sürülebilir: Birincisi, bu tür sermaye girişleri, uluslararası

yatırımcıların, uygulanan politikalara duydukları güven ve desteğin bir göstergesi olarak görülmesidir. İkincisi, gelişmekte olan ülkelerin portföy yatırımları ile tasarruf açıklarını, diğer sermaye akımlarının aksine ulusal egemenliklerini sınırlamadan çözebilmeleridir. Portföy yatırımlarının bir özelliği de, yüksek likiditeye sahip olmalarıdır. Portföy yatırımlarında gözlenen aşırı dalgalanmalar, yüksek likidite ve yatırımcıların değişken beklentilerinden kaynaklanır. Likidite, portföy yatırımlarının ön koşuludur. Ne var ki, aynı koşullar sermaye çıkışını kolaylaştırarak finansal krizlere yol açabilir [Esen,1997:154].

Tablo 2.5 Seçilmiş Bazı Gelişmekte Olan Ülkelere Uluslararası Sermaye Akımları (Milyar \$)

ÜLKE	ÖZEL SERMAYE AKIMLARI (net)		DOĞRUDAN YATIRIMLAR		PORTFÖY YATIRIMLARI			
					TAHVİL		ÖZKAYNAK	
	1990	1999	1990	1999	1990	1999	1990	1999
ARJANTİN	-203	32.296	1.836	23.929	-857	8.000	13	404
BREZİLYA	563	22.793	989	32.659	129	2.683	0	1.961
BULGARİSTAN	-67	1.112	4	806	65	18	0	102
ŞİLİ	2.098	11.851	590	9.221	-7	862	320	18
ÇİN	8.107	40.635	3.487	38.753	-48	660	0	3.732
MACARİSTAN	-308	4.961	0	1.950	921	605	150	592
HİNDİSTAN	1.872	1.872	162	2.169	147	-1.126	105	1.302
ENDONEZYA	3.235	-8.416	1.093	-2.745	26	-1.458	312	1.273
ÜRDÜN	254	112	38	158	0	-9	0	11
G. KORE	1.038	6.409	788	9.333	151	-1.414	518	12.426
MALEZYA	770	3.247	2.333	1.553	-1.23	747	293	522
MEKSİKA	8.253	26.780	2.634	11.786	661	5.621	563	1.129
NİJERYA	467	860	588	1.005	0	0	0	2
PAKİSTAN	181	-66	244	530	0	-75	0	0
FİLİPİNLER	639	4.915	530	573	395	3.895	0	422
POLONYA	71	10.452	89	7.270	0	1.096	0	721
ROMANYA	4	714	0	1.041	0	-681	0	0
RUSYA	5.556	3.780	3.309	3.309	310	0	0	644
TAYLAND	4.399	2.471	2.444	6.213	87	-1.358	449	2.527
TÜRKİYE	1.782	8.557	684	783	597	3.223	35	800
VENEZÜELLA	-126	3.130	451	3.187	345	134	0	67
ZİMBABVE	85	70	-12	59	-30	-30	0	4
DÜNYA			200.479	884.452				
DÜŞÜK GELİRLİ Ü.	6.630	2.083	2.201	9.830	142	-2.548	417	2.616
ORTA GELİRLİ ÜLK.	36.030	216.992	22.064	175.577	1.018	27.993	2.341	31.839
DÜŞÜK+ORTA G. Ü.	43.645	219.076	24.265	185.408	1.160	25.446	3743	34.456
DOĞU ASYA/PASİFİK	19.405	51.062	11.135	56.041	-802	1.072	2.290	21.133
AVRUPA/ORTA ASYA	7.667	43.164	1.051	26.534	1893	6.167	235	3.550
L.AMERİKA/ KARAYİP	12.626	111.367	8.188	90.352	101	19.067	1.111	3.893
O. DOĞU/K. AFRİKA	399	979	2.504	1.461	-148	182	0	669
GÜNEY ASYA	2.173	2.054	464	3.070	147	-1.201	105	1.312
SAHRA ALTI AFRİKA	1.374	10.449	923	7.949	-31	158	2	3.899
YÜKSEK GELİRLİ Ü.	-	-	176.213	699.045	-	-	-	-

Kaynak: [World Bank, 2001b:340-343].

Diğer sermaye akımlarından farklı olarak, portföy yatırımlarının geriye dönme riski yüksektir. Bu potansiyel risk, gelişmekte olan ülkelerde hem daha büyüktür, hem de gerçekleşmesi durumunda ekonomi üzerindeki etkisi daha tahripkardır. Portföy yatırımlarındaki bu aşırı dalgalanmalar, döviz kurları ve faiz oranlarında istikrarsızlıklara, döviz rezervleri düzeyine bağlı olarak da ödemeler dengesi krizlerine neden olabilecektir. Potansiyel riskin bir başka nedeni, portföy yatırımları ile, döviz kurları ve menkul kıymet fiyatları arasında yakın bir ilişkinin kurulmuş olmasıdır. Böylece içsel olarak istikrarsız iki piyasa, portföy yatırımları ile birbirine bağlanmış olmaktadır. Bu iki piyasa arasındaki karşılıklı etkileşim, finansal krizlerin ortaya çıkmasına ve kısa sürede derinleşmesine yol açmaktadır.

Portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde iki olumsuz etkisinden söz edilebilir. Bunlar; portföy yatırımlarının iktisadi politika özerkliğini kısıtlaması ve ekonominin finansal dalgalanma ve krizlere daha açık bir hale gelmesidir [a.g.e., s.153]. Portföy yatırımları, gelişmekte olan ülkeler için sermaye yetersizliğini çözümlen en sorunlu yolu olarak değerlendirilebilir. Alıcı ülkelerin iyi gelişmemiş makroekonomik yapı ve zayıf bankacılık sistemi gibi zaafiyetlere sahip olması durumunda, politik veya ekonomik olarak olumsuz bir işaretin portföy yatırımlarının yönünü terse çevirmesi riski her zaman geçerlidir ve bu ülkeler sermaye akımlarının önemli dalgalanmalarına karşı hassastırlar. Bu ülkeler, ifade edilen bu riski azaltmak amacıyla kısa vadeli politika öncelikleri olarak, makroekonomik istikrarı ile finansal piyasanın ve bankacılık sektörünün bütünlüğünü tamamlamalıdır. Ayrıca, yabancı portföy yatırımlarına yapılacak müdahale ve denetimler önem kazanacaktır. [Chen ve Khan, 1997:31].

2.3.4.1. Özkaynağa Dayalı Portföy Yatırımları

1989'lerden itibaren uluslararası piyasalardan özkaynağa dayalı araçlar yoluyla finansman sağlama kazanmıştır. Bu finansmanın içinde Latin Amerika ülkelerinin payı oldukça yüksektir. Ocak 1989-Haziran 1992 itibariyle hisse senetlerine yapılan toplam yatırımların 2/3'ü bu ülkelere yapılmıştır [Doğukanlı, 1996:74]. Portföy akımları, aşağıda sıralanan birkaç biçimde gerçekleşmektedir [Claessens, 1994: 104]:

- Ülke fonları yoluyla yatırım
- Depozito kurumları tarafından ellerinde tuttıkları enstrümanlar üzerindeki hakların ihracı. Örneğin, ADRs ve GDRs (Global Depo Edilmiş Menkul Kıymet Sertifikaları)
- Yabancı yatırımcılar tarafından yerel piyasalarda doğrudan alımlar
- Direkt yabancı ihraçları

2.3.4.1.1. Ülke Fonları

ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde oluşturulan fonlar, gelişmekte olan ülke piyasalarına yatırım yapmıştır. Bu fonlar sayesinde, gelişen piyasalara hisse senedi piyasası aracılığı ile yüksek miktarda sermaye girişi yanında, gelişen piyasaların gelişmesi ve uluslararası fonksiyonlarının artması da sağlanmıştır [Alp, 2000:200].

Ülke fonları, sermaye kontrolleri veya fiziksel zorluklar nedeniyle yatırım yapılamayan genellikle gelişmekte olan ülke piyasalarına kayıtlı hisse senetlerine yatırımı mümkün hale getirmektedir. Ülke fonlarında profesyonel fon yöneticilerinin fonları aktif olarak yönetmesi söz konusudur. Böylece bireysel yatırımcının yatırım yaptığı pazar hakkında, firmalar hakkında çok derin bilgi sahibi olmasına ve gelişen pazarlardaki günlük değişimleri izlemelerine gerek kalmaz. Birçok yatırımcı, ülke fonlarını farklı endüstrilerin menkul kıymetlerinin bir araya getirilmesinden oluşturulmuş bir portföy olduğu için güvenilir bulmaktadır.

Yapılan bir araştırmada, özellikle yabancı sermaye girişinin sınırlı olduğu ülkelere ait ülke fonlarının daha fazla çeşitlendirme yararı sağladığı ileri sürülmektedir [Diwan ve Diğ., 1994:199]. Bu bulgu, piyasaların ayrışıklığı ve korelasyonların düşüklüğünü getireceğinden, teori ile uyumludur. Yatırımcıların giderek daha fazla ülkeye doğrudan yatırım olanağı bulabilmesiyle ülke fonlarına olan talebin azaldığı gözlenmektedir. Örnek olarak, Brezilya hisse senedi pazarına yabancı yatırımcıların girişinin serbest bırakılmasından sonra, Brezilya fonu yöneticisi bu fonu kapatmaya karar vermiştir.

2.3.4.1.2. Amerikan ve Global Depo Menkul Kıymet Sertifikaları

ADRs ve GDRs, gelişmekte olan ülkede aracılardan gözetim altında tuttuğu hisse senetleri karşılığında sanayileşmiş ülkelerde finansal araçlar tarafından ihraç edilen makbuzlardır. ADRs ve GDRs yasal, işlemsel ve teknik açıdan hemen hemen aynıdır. Fark, depo makbuzlarının pazarlama yöntemlerinde yatmaktadır. GDRs, aynı anda çeşitli piyasalarda ihraç edilebilmektedir (Amerikan kısmı, ADRs olarak ABD'li yatırımcılara satılırken; Avrupa kısmı, yatırımcılara Lüksemburg Borsası'na kote edilerek satılmaktadır [Claessens, 1994:104].

Yatırımcılar için yabancı borsalara doğrudan yatırım, o ülke kanun ve hükümlerine tabi olmayı gerektirir. Bu durumda karşılaşılan ülkelerarası zaman farkları, devalüasyon riskleri ve iletişim üçlükleri gibi sorunlar Depo Edilmiş Menkul Kıymet Sertifikaları'yla ortadan kaldırılmaktadır. Bu sertifikalarla, ihraç edilecek yabancı menkul kıymetlerin o ülkeye

getirilmeden, ihraç edildiği ülke dilinde ve o ülkenin öngördüğü şartlar altında düzenlenmesi ve ülke mevzuatına uygun bir şekilde arz edilmesi sağlanmaktadır.

Bu sertifikaları en yaygın kullanıldığı ülke ABD'dir. Daha çok miktarda yabancı hisse senetlerini tercih eden Amerikan yatırımcısı, bunu gerçekleştirmek için kullanabileceği seçeneklerden doğrudan alım konusundaki bazı kısıtlar nedeniyle depo sertifikası satın almaya yönelmektedir. Bu nedenle, özellikle kurumsal yatırımcılar ADR'yi tercih etmektedirler. ABD'de Depo Edilmiş Menkul Kıymet Sertifikalarının ADR ve ADS olmak üzere iki türü vardır. ADS (American Depository Shares) depo edilmiş hisseleri temsil eden, hisse senedi ile eşdeğer menkul kıymetlerdir. ADR ise ADS'yi temsil eden fiziki sertifikalardır. Depocu kuruluş genellikle bir ABD bankasıdır. Bir ADR, ihraççının bir hissesini veya birden çok hissesini temsil edebilir. Yabancı ülke ile ABD arasında fiyat düzeyleri ve döviz kurları arasındaki farklılık bir ADR'nin birden çok hisseyi temsil etmesi ile giderilebilir. Depocu, yatırımcı adına temettüleri izler, dolara çevirir ve benzeri hizmetleri sunar. ADR'ler uluslararası piyasalarda da alınıp satılırlar. Uluslararası piyasalarda işlem gören diğer depo edilmiş menkul kıymet sertifikaları şunlardır [Doğukanlı, 74-75]:

- International Depository Receipt (IDR),
- Continental Depository Receipt (CDR),
- European Depository Receipt (EDR),
- Global Depository Receipt (GDR).

Tablo 2.6. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Türler Arasında Dağılımı (Milyar \$)

ARAÇLAR	1989	1990	1991	1992	TOPLAM
KAPALI UÇLU ÜLKE FONLARI	2.123	2.832	934	594	6.492
ADR/GDR	-	138	4.902	5.643	10.683
DOĞRUDAN HİSSE SENEDİ YATI.	1.286	768	1.454	1.947	5.455
TOPLAM	3.409	3.738	7.299	8.184	22.630

Kaynak: [Claessens ve Diğerleri, 1994:58]

2.3.4.2. Dolaysız Portföy Yatırımları

Bu yöntemde yabancı yatırımcının doğrudan hisse senedi alımı sözkonusudur. Tablo 2.6'dan da görüldüğü gibi gelişmekte olan piyasalardaki hisse senetlerine yatırım 1990 yılına kadar daha çok ülke fonları ve doğrudan hisse senedi yatırımı yoluyla gerçekleşirken 1991 yılından itibaren ADR/GDR'lerin payı oldukça yükselmiş, ülke fonlarının payları ise azalmıştır.

Tablo 2.7'den görüldüğü gibi incelenen dönemde, portföy yatırımlarının %62'lik kısmı Latin Amerika ülkelerine yapılmıştır. Latin Amerika içinde de en büyük paya sahip olan ülke Meksika'dır. Asya ülkelerinin toplam içindeki payı %26'dır. Bu bölgeye yapılan yatırımlarda Kore ilk sırada yer almaktadır. Avrupa'nın toplam yatırımlar içindeki payı sadece %11'dir. Bu bölgeye yapılan yatırımların %44'üne Türkiye sahiptir. Türkiye'nin toplam portföy yatırımları içindeki payı ise yaklaşık %5'tir. Diğer bir deyişle gelişmekte olan ülkeler arasında sıcak paranın sadece %5'i Türkiye'ye gelmiştir.

2.4. Gelişmekte Olan Piyasaların Genel Karakteristikleri ve Ortak Özellikleri

Sanayileşmiş ülkelere ait gelişmiş borsalarının çoğunda kurumsal çerçeve, yatırımcıların güven duymasına ve rekabete dayalı işlem yapılmasına yardım etmektedir. Likidite ve işlem hacmi yükselme yüksektir, pazar genişliği fazladır, ekonomide özel sektör daha büyük yer tutmaktadır, bilgi geniş çapta elde edilebilir ve raporlama ve açıklama standartları yüksektir. Gelişen piyasalar, yukarıda sıralanan gelişmiş piyasa özelliklerini kademe kademe kazanacak ve zaman içinde olgunlaşacaktır. Gelişen hisse senedi piyasalarını diğerlerinden ayıran en az dört özelliği vardır: Bunlar, yüksek ortalama verimler, gelişmiş ülkelerle düşük korelasyonlar, çok öngörülebilir verimler ve yüksek volatilitedir [Bekaert ve Harvey, 1997:30].

Tablo 2.7. Özel Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Arasında Dağılımı (Milyar \$)

ÜLKELER	1989	1990	1991	1992	TOPLAM
GLOBAL YATIR. FONU	76.4	35.7	252.6	136.7	364.7
ASYA	3581.5	4130.7	4265.1	1360.9	13338.3
BÖLGESEL FONLAR	550.1	697.0	0.0	0.0	1247.1
ÇİN	0.0	0.0	772.8	157.7	930.5
HINDİSTAN	698.5	379.0	200.0	150.4	1427.9
ENDONEZYA	308.9	908.7	447.0	40.0	174.6
KORE	150.0	793.0	2504.0	895.8	4342.8
MALEZYA	195.2	292.5	267.7	0.0	755.3
PAKİSTAN	0.0	0.0	22.6	0.0	22.6
FİLİPİNLER	252.6	612.0	0.0	117.0	981.6
TAYLAND	1426.3	448.6	41.0	0.0	1915.9
VIETNAM	0.0	0.0	10.0	0.0	10.0
AVRUPA	2400.5	1911.7	800.2	562.4	5674.0
BÖLGESEL FONLAR	15.0	50.0	0.0	0.0	65.0
BULGARİSTAN	109.0	0.0	0.0	0.0	109.0
KIBRIS	100.0	0.0	0.0	0.0	100.0
ÇEKOSLAVAKYA	0.0	459.0	0.0	11.0	470.0
MACARİSTAN	825.5	740.7	597.2	0.0	2163.4
PORTEKİZ	113.6	31.0	0.0	100.4	254.0
TÜRKİYE	1237.3	631.0	203.0	451.0	2522.4
LATİN AMERİKA	1394.3	5144.7	15455.7	9653.5	31648.1
BÖLGESEL FONLAR	186.0	202.8	500.6	0.0	889.3
ARJANTİN	8.0	39.3	1679.8	800.9	2528.0
BREZİLYA	0.0	85.0	3512.1	2943.5	6540.6
ŞİLİ	230.0	320.3	200.0	72.0	822.3
MEKSİKA	697.3	3097.0	8478.2	4780.6	17053.1
URUGUAY	0.0	89.0	0.0	100.0	159.0
VENEZUELA	273.0	1311.3	1085.0	956.5	3625.8
KUZAY AFRIKA	164.0	90.0	0.0	0.0	254.0
CEZAYİR	164.0	90.0	0.0	0.0	254.0
TÜM GELİŞEN PIY. TOPLAM	7616.6	11312.8	20773.7	11576.0	51279.9

Kaynak: [Gooptu, 1993:]

Gelişen piyasalar genel bazı özellikleri ile gelişmiş piyasalardan ayrılmasına karşılık, kendi içinde de çok homojen bir grup değildir. Gelişen piyasalar, homojen olarak görünmemektedir. Birbirleri arasında önemli büyüklük ve yapısal farklılıklar vardır. Kimisi gelişmenin ilk aşamalarında yer alırken, kimi gelişen piyasalar sanayileşmiş ülkelerdeki sofistike piyasalara yaklaşmıştır. Gelişen piyasaları derece derece dört gruba ayırarak ele almak mümkündür [Khambata, 2000:50-51]:

- **İlk grup gelişen piyasalar**, gelişme sürecinin başlangıç aşamasındaki piyasalar ve ülkeleri kapsar. Borsada az sayıda kote şirket, düşük kapitalizasyon, yüksek yoğunlaşma, düşük likidite, yüksek volatilité ve karşılaştırmalı olarak basit kurumsal çerçeve, bu piyasaların ortak

özelliklerini oluşturur. Bu grup, Afrika ile (Cote d'Ivoire, Kenya ve Zimbabve) Doğu Avrupa'daki (Macaristan ve Polonya) birkaç piyasayı kapsar. Önceki Sovyetler Birliği'nde yeni kurulan piyasalar (Beyaz Rusya ve Ukrayna) da (bu pazarlar ile öteki pazarların işlemesi arasında önemli farklar olmasına karşın) bu gruba dahil edilebilir.

- **İkinci grup piyasalarda**, piyasa likiditesi daha yüksektir, borsaya kayıtlı şirketlerin çeşitliliği geniş ve zengindir ve yabancı yatırımcılar bu ülkelerdeki yatırım fırsatlarını değerlendirmeye başlamışlardır. Hisse senedi piyasası ekonomiye oranla hala küçüktür, fakat işletme sektörü artan şekilde özvarlık finansmanına güven duymaya başlamıştır. Brezilya, Çin, Kolombiya, Fas, Pakistan ve Filipinler bu gruba düşmektedir.
- **Üçüncü grup piyasalarda**, piyasa verimleri daha az volatiliteye sahiptir. İşlem yoğunluğunda ve ihraç edilen hisse senetlerinin hacminde hızlı bir artış vardır; kapitalizasyon dikkate değer şekilde genişleme göstermektedir; risk transferinde gelişen mekanizmalara (hisse senedi ve döviz kuru hedging enstrümanları gibi) çok ilgi vardır. Bu piyasalar, Arjantin, Endonezya, Malezya ve Tayland'ı kapsamaktadır.
- **Son kategoride**, daha olgun piyasalar olan Hong Kong, Kore, Meksika, Singapur ve Tayvan vardır. Bu piyasalar, likidite ve işlem yoğunluğu oldukça yüksektir, pazar genişliği fazla ve özvarlık risk primi rekabete dayalı uluslararası düzeylere yakındır. Bu ekonomilerin bir kısmında hisse senedi piyasaları, iç ekonomik şartların barometresi işlevini görecektir ve yabancı yatırımcılar tarafından ilgi duyulan ülkenin güvenilirlik derecesini yansıtacak bir aşamaya ulaşmış durumdadır.

2.4.1. Geleneksel Ölçütler İtibariyle Gelişen Piyasalar

2. Bölüm'de, hisse senedi piyasalarının gelişmesi çeşitli kriterler çerçevesinde ele alınmış ve bu kriterlere göre dünyadaki piyasaların gelişme dereceleri belirlenmiştir. Bu kısımda ise, önemli bazı kriterler kullanılarak özellikle gelişen piyasaların nitelikleri kısaca ortaya konmaya çalışılacaktır.

2.4.1.1. Kapitalizasyon

Gelişen piyasaların piyasa kapitalizasyonu belirgin olarak artma eğilimindedir. 1983'ün sonunda 100 milyar \$'dan azken 1993'ün sonunda yaklaşık 2 trilyon \$'a yükselmiştir. Buna karşılık, aynı dönemde gelişmiş ülkelerin büyük pazarların toplam kapitalizasyonu 3 trilyon \$'dan 11 trilyon \$'a artmıştır. 1985 yılında gelişen piyasaların dünya piyasa kapitalizasyonu toplamı içinde %3.7'lik bir paya sahipken, bu pay 1994 yılı sonunda

%24.3'lük bir artışla %12.7'ye yükselmiştir. Bazı gelişen piyasalar gelişmiş ülkelerin birçoğuna yaklaşmaktadır. Şili, Hong Kong, Malezya ve Singapur'un aralarında bulunduğu bazı gelişen piyasalar ise Gayrisafi Yurtiçi Hasıla'nın oranı olarak ifade edilen piyasa kapitalizasyon oranı itibariyle Japonya ve ABD'dekilere yakın veya daha büyüktür (Bkz. Tablo 2.1 ve 2.2.) [Feldman ve Kumar, 1995:182].

Gelişen piyasalarda piyasa kapitalizasyon oranı gelişen piyasaların gerisindedir. Ancak, bu orandaki artış hızının yüksekliği, hisse senedi piyasalarının gittikçe ekonomi içinde daha fazla rol üstlendiğini ifade etmektedir (Bkz. Tablo 2.4.).

2.4.1.2. İşlem Hacmi ve Likidite

Gelişen piyasalar, likidite yönünden önemli aşamalar göstermiştir. Son yıllarda İşlem hacmi açısından dünya da ilk on beş piyasa arasında beşin üzerinde gelişen piyasa bulunmaktadır. Diğer yandan, 1995 yılında işlem hacmi işlem hacmi içinde gelişen piyasaların payı %2.7'den, 1994 yılında %17'ye yükselmiştir (Tablo 2.7 ve 2.8). Piyasa devir oranlarına bakıldığında, gelişen piyasaların çok dinamik oldukları görülür. Tablo 2.8'e göz atıldığında, 2000 yılı verilerine göre bu oranın yüksekliği açısından ilk on beş ülke içinde Aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 8'inin gelişen piyasa olduğu görülür. Ancak bu oranın yüksekliğinin kaynağının piyasaların henüz yeterli derinliğe sahip olmaması olasılığı bulunmaktadır.

2.4.2. Gelişen Piyasalarda Volatilité

Gelişen piyasaların volatilitésinin yüksek olduğu bilinmektedir (Bkz. Tablo 2.8). Belli riskler (politik ve ekonomik istikrarsızlık, içten bilgi ticareti, vs.) bir tarafa, bu pazarların neden aşırı dalgalı olduğunun çok sayıda muhtemel sebebi vardır [Divecha ve Diğ., 1992:42-43]. İlk olarak, bu pazarlar oldukça fazla yoğunlaşma eğilimi göstermektedir. Yani, daha büyük hisse senetleri tüm pazar kapitalizasyonu içinde yüksek bir orana sahiptir. Bunun bir sonucu olarak, çeşitlendirme fırsatları azalmaktadır ve büyük hisse senetlerinin verimleri tüm pazar verimlerine hakim olmaktadır. İkinci olarak, ekonominin çeşitli sektörlerini etkileyen güçlere sahip olma eğiliminde olan gelişmiş piyasalardan farklı olarak; gelişen piyasalar, bir pazardaki bütün hisse senetlerini etkileyen pazarla ilişkili kuvvetli bir güce sahip olma eğilimi göstermektedir. Bu durum, volatilitenin artışına neden olmaktadır.

Bu sonuçlarda çok açık bazı anomaliler söz konusudur. Pakistan, Ürdün, Kolombiya, Nijerya ve Zimbabve, 1985-1990 döneminde nisbi olarak daha düşük riske maruz kalmıştır. Bunun, adı geçen pazarlardaki likidite

eksikliğinden kaynaklandığı söylenebilir. Herbir pazarın devir hızlarına bakıldığında; bu beş pazarın, son altı içinde olduğu görülmektedir. Bu pazarların daha likit olması halinde, gerçek volatilitelere muhtemelen daha yüksek olacaktır.

20 gelişen piyasayı kapsayan çalışmalarında Ocak 1976'dan Aralık 1992 dönemi için hisse senedi verimlerinin yıllık standart sapmalarının ve yıllık verimlerinin aritmetik ortalamalarını incelemişlerdir [Bekaert ve Harvey, 1997:31]. Gelişen piyasaları karakterize eden volatilitelere, %18 ile Ürdün'den %103 ile Arjantin'e kadar değişmektedir. 12 Gelişmekte olan ülkenin volatilitesi %33'ten yüksektir (Arjantin, Brezilya, Şili, Yunanistan, Meksika, Nijerya, Filipinler, Portekiz, Tayvan, Türkiye, Venezuela ve Zimbabve). Aynı örnek dönemi kullanan Harvey (1993)'ün sonuçları ile karşılaştırıldığında, gelişen piyasaların volatilitelere aralığı ve büyüklüğü gelişmiş piyasalardan daha büyük bulunmuştur. Gelişmiş ülkelerin volatilitesi, %15 ile ABD'den %33 ile Hong Kong'a doğru dizilmiştir. Tüm ülkeleri kapsayan ağırlıklı ortalama %23'tür. Bölgesel bir değerlendirmede ise, Latin Amerika ülkelerinin diğer gelişen piyasaların yaklaşık iki katı volatilitelere sahip olduğu görülmektedir. Asya ülkeleri ise (1997 öncesi) en az volatilitelere gösteren piyasalar olmuştur [Ünal, 1995:24].

Tablo 2.8 Gelişen Piyasa Karakteristikleri

ÜLKE	YILLIK STANDART SAPMA ^a (VOLATİLİTE)	PIYASA KAPITALİZAS. (MİLYON \$) ^b	DEVİR HIZI (%)
GELİŞEN PİYASALAR			
ARJANTIN	108	5.195	26
BREZİLYA	74	25.112	34
ŞİLİ	29	19.563	6
COLOMBİYA	21	1.437	5
YUNANİSTAN	56	17.010	26
HONG KONG	31	83.600	42
HİNDİSTAN	31	27.487	57
ENDONEZYA	39	7.998	49
JAPONYA OTC*	20	89.575	vy
ÜRDÜN	19	2.166	20
KORE	29	105.051	67
MALEZYA	30	58.738	22
MEKSIKA	56	39.070	37
NIJERYA	13	1.507	1
PAKİSTAN	10	3.169	8
FİLİPİNLER	46	8.940	21
PORTEKİZ	61	9.838	18
SİNGAPUR	33	55.000	59
TAYVAN	63	124.038	710
TAYLAND	31	34.996	96
TÜRKİYE	84	18.819	31
VENEZUELA	44	9.332	27
ZİMBABVE	20	2.399	2
GELİŞMİŞ PİYASALAR			
JAPONYA	22	2.917.679	54
İNGİLTERE	19	867.599	32
A.B.D.	17	3.072.303	2

Kaynak: [Divecha ve Diğ., 1992:42]

Not: * Tezgahüstü Piyasa

^a BARRA'nın Gelişen Piyasa Değer Modeli'ne dayanılarak tahmin edilmiş standart sapma (%)

^b 30 Haziran 1990 itibarıyla.

Gelişen piyasalarda yüksek volatilité bir risk kaynağı olmakla birlikte global bir yatırım açısından iyi bir çeşitlendirme fırsatı sunmaktadır. Bunun bir yansıması olarak, zaman zaman gelişen piyasalara yönelen yüksek miktarda portföy yatırımı, yeterli derinliği olmayan bu piyasalarda volatilitenin bir başka kaynağı olabilmektedir.

2.4.3. Gelişen Piyasalar ve Kurumsal Gelişme

Güçlü bilgi açıklama hukukuna, uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına sahip ve uluslararası sermaye akımlarına sınırlama getirmeyen ülkelerin daha büyük ve daha likit piyasalara sahip olma eğilimi gözlenmektedir [Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996b:292]. Doğrudan doğruya piyasaya dönük düzenlemeler yanında ekonominin bütününe ilgilendiren düzenlemeler de gelişen piyasalar için önem taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu, serbest piyasa prensiplerini kurumlaştıran, enflasyonu azaltan, bütçe açıklarını kapatmaya çalışan, devlete ait sanayileri satmayı amaçlayan ve yabancı yatırımı teşvik eden yeni politikalar işlemeye başlamışlardır. Ayrıca birçoğu bol ve eğitilmiş işgücü kaynağına ve demografik potansiyele sahiptir. Bütün bunlar hisse senedi fiyatlarında artışa yol açacak, yatırımları özendirilen gelişmelerdir [Ünal, 1995:9].

2.4.4. Gelişen Piyasalarda Homojenlik

Gelişen piyasalarda hisse senedi verimleri, gelişmiş piyasalardakinden daha homojen olma eğilimindedir. Bir başka ifade ile piyasa hareketlendiğinde, piyasadaki tüm hisse senetlerini hareketlendirmek için güçlü bir eğilim vardır. Regresyonda her bir hisse senedine eşit ağırlık verilse bile aynı sonuç tekrarlanmaktadır. Gelişen piyasalarda bütün hisse senetlerine eşit ağırlık verildiğinde bile piyasanın açıkladığı verim oranı (R^2) %42 iken, bu değer gelişmiş piyasalarda %29'dur. Gelişen piyasalarda homojenliğin üç muhtemel nedeni bulunabilir. Bunlar; birkaç büyük şirketin pazara hakim olması anlamına gelen yoğunlaşma etkisi, pazardaki bütün hisse senetlerinin birlikte hareket etme eğilimi göstermesi ve bir pazardaki verimler ile R^2 büyüklükleri arasındaki pozitif korelasyon olabilir; yani, yüksek R^2 , bir dereceye kadar yüksek volatilitenin doğal bir sonucu olabilir [Divecha ve Diğerleri, 1992:42].

2.4.4.1. Gelişen Piyasalarda Yoğunlaşma

Önce yoğunlaşma etkisini, yani bu piyasaların birkaç büyük hisse senedi tarafından domine edilme eğiliminde olup olmadığını görmek amacıyla Tablo 2.9'da, her bir pazarda en büyük on hisse senedinin pazar kapitalizasyonu içindeki oranı verilmektedir. Çok sayıda gelişen piyasa, gelişmiş piyasalardan daha fazla yoğunlaşma göstermektedir. Hong Kong ve Singapur, daha çok gelişmiş piyasa sayılır ve bu ölçülere göre yüksek derecede yoğunlaşmaya sahiptir. Diğer yandan, Malezya, Brezilya, Hindistan ve Kore gibi bazı gelişen piyasalar İngiltere'den hiç de fazla yoğunlaşma göstermemektedir. Ancak, diğer şirketleri hesaba katmadan basitçe pazarda en büyük on hisse senedine bakarak yoğunlaşmayı değerlendirmek yeterli olmayabilir.

Tablo 2.9 Gelişen Piyasalarda Yoğunlaşma İstatistikleri, 30 Haziran 1990

ÜLKE	EN BÜYÜK ON ŞİRKETİN KAPİT. İÇİNDE ORANI (%)	HİSSE SENEDİ YOĞUNLAŞMA FAKTÖRÜ	SEKTÖR YOĞUNLAŞMA FAKTÖRÜ	HİSSELER ARASINDA ORT. KORELASYON
GELİŞEN PİYASALAR				
ARJANTİN	65.60	0.26	0.43	0.92
BREZİLYA	26.60	0.17	0.38	0.70
ŞİLİ	50.90	0.18	0.26	0.59
KOLOMBİYA	75.10	0.18	0.39	0.34
YUNANİSTAN	50.40	0.18	0.44	0.72
HONG KONG	45.20	0.17	0.44	0.69
HİNDİSTAN	29.40	0.13	0.48	0.55
ENDONEZYA	53.40	0.17	0.43	0.71
JAPONYA OTC*	28.40	0.15	0.32	0.34
ÜRDÜN	66.20	0.55	0.62	0.21
KORE	28.90	0.16	0.28	0.56
MALEZYA	25.10	0.12	0.28	0.57
MEKSİKA	38.40	0.21	0.42	0.70
NİJERYA	52.50	0.17	0.66	0.23
PAKİSTAN	24.40	0.14	0.33	0.17
FİLİPİNLER	65.20	0.33	0.57	0.70
PORTEKİZ	44.20	0.17	0.40	0.80
SİNGAPUR	54.50	0.18	0.46	0.75
TAYVAN	41.30	0.13	0.37	0.77
TAYLAND	32.70	0.11	0.42	0.47
TÜRKİYE	53.10	0.23	0.36	0.81
VENEZUELA	64.20	0.26	0.49	0.60
ZİMBABVE	41.20	0.25	0.43	0.25
GELİŞMİŞ PİYASALAR				
JAPONYA	16.70	0.08	0.29	0.46
İNGİLTERE	25.50	0.11	0.30	0.56
A.B.D.	11.90	0.08	0.32	0.49

Kaynak: [Divecha ve Diğ., 1992:46]

*Tezgahüstü Piyasa

Tablo 2.9, yoğunlaşmanın daha anlamlı diğer iki ölçüsü olan, *hisse senedi yoğunlaşması* ve *sektör yoğunlaşması*ni da göstermektedir¹³. Hisse senedi yoğunlaşması, eşit ağırlıklandırılan bir piyasanın neden farklılaştığını açıklamaktadır. (Örneğin, Eğer pazardaki her bir senet tamamıyla aynı

13 Yoğunlaşma aşağıdaki denklemlerle belirlenmektedir:

$$Yoğunlaşma = [(N/N-1) \times \sum (h_n - 1/N)^2]^{0.5}$$

Formülde; N= Hisse senetlerinin (veya sektörlerin) toplam sayısı

H_n = n varlığının (veya sektörünün) ağırlığı.

kapitalizasyona sahip olsaydı bu değer sıfır, tüm pazar kapitalizasyonu bir şirkette yoğunlaşsaydı bu değer bir (1) olacaktı.

ABD'deki gibi aşırı derecede çeşitlenmiş bir pazarda, bu değer 0.08'dir. Gelişen piyasalar için, aynı değere bakıldığında, bu piyasaların çok fazla yoğunlaştığı açıkça görülecektir. Fakat daha büyükçe olan piyasalar (Tayvan, Kore, Tayland, Malezya, vs.); gelişmiş piyasalardan daha büyük değerlere sahip olma eğilimindedirler. Bu dört piyasanın ortalaması 0.13'tür. Sonuç olarak, hisse senedi yoğunlaşması bu pazarların neden homojen görüldüğünü anlamada önemli bir role sahiptir.

Yoğunlaşmanın diğer bir ölçüsü, *sektör yoğunlaşması*dır. Eğer bir pazarda hisse senetlerinin çoğu belli bir sektörde yoğunlaşmışsa, birlikte hareket etme eğiliminde olacaklardır. Tablo 2.9'da, hisse senedi yoğunlaşmasındaki modele benzer şekilde belirlenen sektör yoğunlaşmasının bir ölçüsü gösterilmektedir. Sıfır (0) değeri, şirketlerin bütün sektörler arasında eşit olarak dağıldığını belirtirken; bir (1) değeri bütün şirketlerin bir tek sektörde bulunduğunu anlatır.

Sanıldığı kadar çok olmasa da, sektörel açıdan gelişen piyasaların gelişmiş piyasalardan daha yoğunlaşmış olduğu görülmektedir. Gerçekten, Kore, Şili ve Malezya'nın ABD, İngiltere ve Japonya'dan daha az yoğunlaşmaya sahip olduğu görülmekteyken; birkaç sektörde çok yüksek yoğunlaşma gösteren ülkeler Ürdün ve Nijerya gibi daha küçük ülkelerdir. Diğer iki ölçüye kıyasla, sektörel yoğunlaşma açısından gelişen piyasaların daha iyi çeşitlenmiş olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, dikkate alınan üç yoğunlaşma ölçüsü bakımından da, gelişen piyasalarda yoğunlaşmanın istisna ülkeler olsa da göreceli olarak gelişmiş piyasalardan daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

2.4.4.2. Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Verimlerinin Korelasyonu

Yoğunlaşma etkisi dikkate alındıktan sonra, bu pazarların gerçekte daha homojen olup olmadığını belirlemenin yolu, bir zaman aralığı boyunca bir pazardaki toplam aylık verimlerin ortalama korelasyonuna bakmaktır. Tablo 2.9, 1985-1990 döneminde her bir pazardaki tüm hisse senetleri arasındaki ortalama (ağırlıklı değil) korelasyonunu göstermektedir. Bu değerler, gelişen piyasaların çoğunda gelişmiş piyasalardan daha yüksek olduğu açıkça görülmektedir. Japonya tezgahüstü piyasası hariç diğer büyük gelişen piyasalar daha yüksek ortalama korelasyona sahiptir. Tayvan 0.77, Türkiye 0.81 ve Brezilya 0.70'lik ortalama varyansa sahiptir. ABD ve Japonya'nın ortalama varyansları ise %49 ve %46 olmuştur. Bu ölçü, tek bir piyasa gücünün bu piyasalardaki tüm hisse senedi fiyat hareketlerinde çok

büyük bir etkiye sahip olduğu anlamını taşımaktadır. Bu piyasaların sektörel olarak iyi bir çeşitlendirmeye sahip olduğu görülmekle birlikte, bu endüstri çeşitliliğinin dominant piyasa gücü tarafından bastırıldığı anlaşılmaktadır.

Gelişen piyasalardaki yüksek R^2 lerin bir başka nedeni de, muhtemelen R^2 ler ile piyasa volatilitesi arasındaki pozitif ilişki olabilir. Örnek olarak, eğer pazar bir ayda %50 yükselirse, muhtemeldir ki pazardaki hisse senetlerinin neredeyse tamamı yükselecektir. Bu yüzden, volatilitesi yüksek pazarlarda daha yüksek R^2 ler görülecektir. Eğer, en riskli pazarlar (Arjantin, Brezilya, Türkiye ve Tayvan) ile düşük likiditeye sahip pazarlar (Pakistan, Ürdün, Kolombiya, Nijerya ve Zimbabve) dikkate alınmazsa; gelişen pazarlar için R^2 ler gelişmiş pazarlarınkine benzer hale gelmektedir.

Global bir yatırımcının bakış açısından bakıldığında, bu homojenlik olgusu; bir pazarda iyi hisse senetlerini seçmektense, doğru zamanda doğru pazarda olmanın daha önemli olduğunu anlatmaktadır. Bu sonuç, piyasalar arasındaki düşük korelasyonlar yoluyla da kuvvetlendirilmektedir [Divecha ve Diğerleri, 1992:47].

2.4.5. Piyasalar Arasında Heterojenlik

1986-1991 dönemini kapsayan bir çalışmada gelişen piyasaların birbiriyle olan korelasyonunun, gelişmiş piyasaların kendi aralarındaki korelasyonlardan daha düşük olduğu belirlenmiştir [a.g.e.,1992:49]. Tablo 2.13 gelişen piyasalarda piyasaların birbirleriyle olan korelasyonları göstermektedir. Bazı piyasaların (Malezya, Hong Kong ve Singapur) birlikte hareket ettiği görülmekle beraber, piyasaların çoğu birbiriyle düşük korelasyona sahiptir. Gerçekten, gelişen piyasalar arasında ortalama korelasyon 1985-1990 döneminde 0.07 olmuştur. Esasında bu durum, gelişen piyasalar arasında korelasyon olmadığı anlamına gelmektedir. Gelişen piyasalar arasında neden korelasyon olmadığı iki şekilde açıklamak mümkündür. İlk olarak, gelişen piyasaların çoğunun birbiri arasında ekonomik ve ticari ilişkilerin düşük seviyede olmasıdır. İkinci olarak, gelişen piyasaların çoğunun, incelenen dönemde dış katılımcılar için katı sınırlamalara sahip olmasıdır. Bu yüzden bu piyasalar, hisse senedi verimleri açısından dünya ve hatta bölgesel kalıplardan bir hayli ayrı kalmıştır. Örneğin, Ekim 1987'de dünya pazarları çökerken, Hindistan borsası sınırlı olsa da bir şekilde yükselmiştir.

Bu düşük korelasyonları, gelişmiş piyasalar arasındaki korelasyonları Tablo 2.14 ile mukayese edildiğinde bu piyasaların birbirleri arasında yüksek korelasyonların olduğu görülmektedir. Tablo 2.13 ve 2.14'e bakıldığında, gelişmiş piyasaların kendi aralarında, gelişen piyasalardakinden daha yüksek korelasyonlara sahip oldukları görülmektedir. Gelişmiş piyasalar arasındaki

ortalama korelasyon %49'dur (aynı beş yıllık dönem için). Gelişmiş piyasalar arasındaki korelasyonların tamamı pozitifken, gelişen piyasalar arasındaki 276 korelasyonun 89'u negatiftir.

Tablo 2.15 gelişen piyasalar ile gelişmiş piyasalar arasındaki çapraz korelasyonları göstermektedir. Bireysel olarak ülkeleri ele almadan önce, ABD piyasası ile gelişen piyasalar arasındaki korelasyonlar, -0.14 ile Hindistan'dan; 0.70 ile Malezya'ya kadar sıralanmıştır. Beklenebileceği gibi, Japonya güçlü ekonomik bağlantılara sahip olduğu Singapur, Kore, Tayland, Hong Kong, ve Tayvan gibi ülkelerle yüksek korelasyona sahiptir. Hindistan gibi kapalı bir pazar (ve ekonomi), 20 gelişmiş piyasanın 10'undan fazlası ile negatif korelasyona sahiptir. Gerek bireysel, gerekse grup olarak ile gelişen piyasalar ile gelişmiş piyasalar arasındaki düşük korelasyonlar, bu piyasalarda çeşitlendirme fırsatının bulunduğunu göstermektedir [a.g.e., s. 49]. Bu tesbitin bir sonucu olarak, uluslararası sermaye gelişen piyasalara yatırım yapmanın diğer şartlarının da oluşması ile bu piyasalara yoğun olarak yönelmiştir.

1990'lardan sonra ise, gelişen piyasaların büyük kısmı, gelişmiş piyasalar ve kendi aralarındaki ticari ilişkileri büyük ölçüde geliştirme eğilimi göstermişlerdir. Hisse senedi borsaları yabancı yatırımcılara kapalı olan çok sayıda ülke, pazarlarını yabancı yatırımcılara katılımını sağlamak için kuralları liberalize etme sürecini başlatmışlar ve daha entegre piyasalara haline gelmişlerdir. Pazarlar arasında ilişkilerin bu şekilde artması ile, gelecekte gelişen piyasalar arasında korelasyon oranları artış göstermiştir. Tablo 2.10, 1997-1999 dönemi için gelişen piyasalar arasında korelasyonları göstermektedir.

Tablodan, korelasyonların yükseldiği, gelişen piyasalar arasında entegrasyonun arttığı ve küreselleşmenin dünyada ne denli yaygınlaştığı görülmektedir. Korelasyonların bu kadar artması çeşitlendirme fırsatlarının azalması yanında, yerel piyasaların daha çok dışsal ve global faktörler tarafından etkilendiğini göstermektedir. Bunun diğer bir sonucu, uluslararası hisse senedi piyasalarının birlikte hareket etmesi ve ülkelerin dış faktörlere karşı aşırı kırılğan hale gelmesidir.

2.4.6. Gelişen Piyasalarda Risk ve Verim

Gelişen borsalar verilen önemin bir nedeni, gelişmekte olan ülkelerin sanayileşmiş ülkelerden grup olarak daha hızlı büyüme oranının sonucudur. Diğer bir taraftan ekonomi geliştikçe, gelişme süreci ile birlikte yatırımların marjinal verimleri azalma eğilimine girmektedir [Boyd ve Smith, 1996:387].

Gelişen piyasalarda getirilerde artışın kaynaklarından biri, bu ülkelerin gelişmiş piyasalara oranla yüksek ekonomik büyüme sağlamalarıdır. Ekonomik büyüme, şirketler için potansiyel kazanç anlamı taşımakta ve hisse senetlerinin değerine yansımaktadır [Ünal, 1995:9]. Gelişmiş ülkelerin ortalama GYİH büyümesi 1980-1991 döneminde %2.8'de kalırken, aynı dönemde Doğu Asya ülkeleri 6.9, Güney Asya ülkeleri %6.1 oranında büyümüştür. Gelişen piyasalarda yaşanan derin krizlerine rağmen, gelişmekte olan ülkeler toparlanarak büyümeye devam etmektedir (Bkz Tablo 2.11). Ancak, global olarak yaşanan güvensizlik gelişen piyasaların daha fazla yabancı kaynak kullanması ve gelişmesini daha da hızlandırmasına izin vermemektedir.

Tablo 2.11 Dünyada Ekonomik Büyüme Oranları

	1998	1999	2000	2001
DÜNYA	2.5	3.3	4.2	3.9
GELİŞMİŞ ÜLKELER	2.4	3.1	3.6	3.0
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	3.2	3.8	5.4	5.3

Kaynak: [IMF, World Economic Outlook, 2000].

Venezüella borsası, 1990 yılı boyunca USD bazında yaklaşık %450 oranında artmıştır. Diğer taraftan, Tayvan Borsası Endeksi, 1990'da yaklaşık 5.000 düzeyinde başlamış, ilk çeyrekte 12.600'e çıkmış, üçüncü çeyrekte 2.500'e düşmüştür. 1991'in ilk yarısında Latin Amerika ülkeleri diğerlerini bastırarak, USD bazında %100'ün üzerinde artmıştır. Sonuçta, son beş yılda (1985/1990) gelişmekte olan piyasalar gelişmiş piyasalardan daha fazla büyümüştür. Bu dönemde, IFC gelişen piyasalar karma endeksinin yıllık hale getirilmiş toplam verim %19.7 oluştur. Aynı dönemde Financial Times Dünya endeks verimi %12.6 olarak gerçekleşmiştir. Uluslararası yatırımcılar, gelişmiş pazarlara nazaran gelişen pazarları daha oynak (değişken) buldukları halde; nisbi olarak gelişen borsaların kendi arasında ve gelişmiş borsalar ile birbirinden bağımsız hareket etmesine bakmaktadırlar. Böylece, yaygın inanın aksine, global yatırımcıların gelişen borsalarda portföy riski yüksek yatırımlardan ziyade, ılımlı riske sahip yatırımlarında azalma göstermektedir

[Divecha ve Diğ.,1992:41-42]. Tablo 3.12’de gelişmiş ve gelişen piyasalarda getiri ve risk oranları verilmiştir. Gelişen piyasalarda getiri ve risk oranlarının yüksekliği dikkati çekmektedir [Michaud ve Diğ., 1996:14].

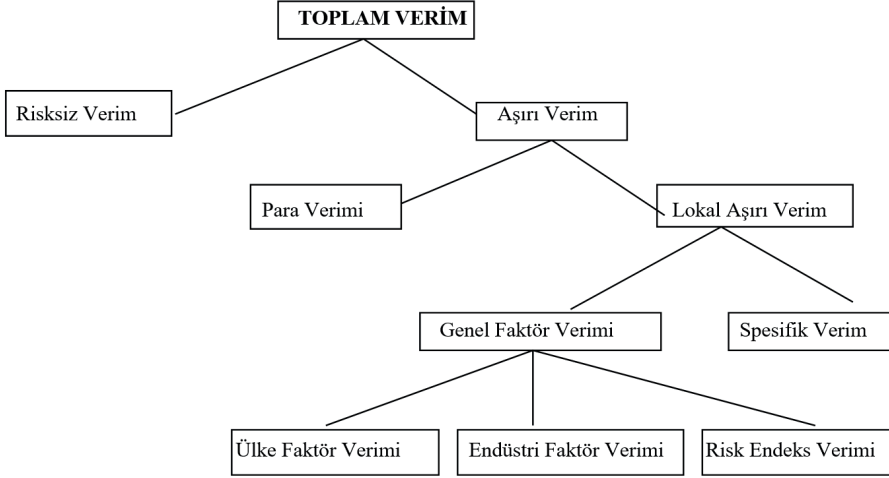
Tablo 2.12 Gelişmiş ve Gelişen Piyasalarda Yıllık Hisse Senedi Verimleri ve Standart Sapmalar, 1986-1995 (%)

	VERİMLER	STANDART SAPMA
ABD	15.0	14.9
KANADA	8.6	15.7
FRANSA	16.3	22.7
ALMANYA	12.2	22.5
JAPONYA	15.7	27.6
İNGİLTERE	16.2	20.5
ARJANTIN	45.3	70.3
BREZİLYA	32.3	71.0
ŞİLİ	43.6	27.7
YUNANİSTAN	33.7	43.6
KORE	20.3	29.3
MALEZYA	19.1	27.2
MEKSIKA	42.5	46.2
FİLİPİNLER	42.8	37.8
TAYVAN	33.6	51.0
TAYLAND	33.4	31.8

Kaynak: [Michaud ve Diğ., 1996:14].

Gelişmekte olan ülkelerdeki özkaynak fiyatlarında göze çarpan daha da önemli bir konu, muhtemelen spekülative balonlardan (bubble) kaynaklanan artışlardır. Spekülative artışların varlığı rasyonel beklentilerden kaynaklanabileceği gibi, makul olmayan sebeplerden de doğabilir (yatırımcılar düşüş kaygılarından uzaklaşmakta, artış potansiyeline heyecanla inanarak coşarlar) [Edison ve Diğ., 2000:3]. Eğer yatırımcılar sadece yarın daha yüksek fiyattan satabileceklerine inandıkları için varlık fiyatları bugünden yükselmişse ve şirketin finansal pozisyonu böyle bir fiyatı haklı çıkarmıyorsa, balon mevcuttur. Böyle bir durumda fiyat, ekonomik temellerin haklı gösterdiği düzeylere kadar, nisbeten belli bir zaman içinde artabilir. Ancak piyasa duyarlılığındaki ani değişiklikler üzerine hızlı bir şekilde düşebilir. Bu spekülative artışlar elbette iç ve dış talep veya her ikisinin bir bileşimi tarafından yönlendirilebilir. Dış talep açısından sermaye akımlarının hacmi, piyasa kapitalizasyonuna oranla büyük olabilir ve bu spekülative artışların potansiyelini arttırabilir. Bazı gelişmekte olan ülkelerde kaydedilen yüksek verimlerin, özellikle performans ve risk ölçülerince açıklanabilen verim

seviyelerini aştığı ortaya konulmuştur [Feldman ve Kumar, 1995:188-194]. Bu bulgu spekülasyon balon olasılığı ile tutarlıdır. Ancak aynı bulgular, yatırımcıların talebinin ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının artışında finans sektörü¹⁴ ve hisse senedi pazarındaki temel yapısal iyileşmelerin de önemli rolü olduğunu göstermektedir.



Şekil 2.3 Piyasalarda Verimlerin Yapısı [Divecha ve Diğ., 1992:43]

Gelişen pazarlarda risk ve verimin analizini yapmak için geliştirilen çok faktörlü bir modelde, portföy verimi hiyerarşik olarak çeşitli bileşenlerine ayrılmıştır (Bkz. Şekil 2.3). Burada, risksiz oranın ötesinde aşırı verim üzerinde yoğunlaşmıştır. Aşırı verim, önce iki ülke arasındaki faiz farkı ve döviz kuru veriminin oluşturduğu para verimi ve yerel piyasalarda kazanılmış aşırı verime göre ele alınır. Yerel aşırı verimler daha sonra, ülke faktör verimi, endüstri verimi ve portföyde yer alan şirketlerin fiyat/kazanç oranı gibi önemli niteliklerin oluşturduğu verime ayrıştırılır. Bu son verimin kaynakları risk indeksleri olarak adlandırılmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre, gelişmiş piyasalarda endüstri faktörü verimleri daha fazla açıklayabilirken, gelişen piyasalarda ülke farklılıkları verimleri daha çok etkilemektedir [Divecha ve Diğ., 1992:42-43].

14 Örneğin, aşırı kredi yaratma, varlık fiyatlarını kolayca dengeğin üzerine taşıyabilmektedir. Fakat, bu dengesizlik düzeltilmediği zaman, varlık fiyatlarında tehlikeli bir düşüş ortaya çıkabilir [Edison ve Diğ., 2000:3].

2.4.7. Gelişen Piyasalarda Varlık Değerleri

Gelişen borsalar ve bu borsalardaki şirketler, gelişmiş borsalara ve bu borsalarda piyasası bulunan şirketlere göre daha küçük değerlere sahiptir. Bu da, yatırımcıların gelişen borsaları az değerlenmiş ve uzun vadede yüksek getiriler sağlamaya aday borsalar olarak görmelerine neden olmaktadır [Ünal, 1995:9].

Tablo 2.13 Gelişen Piyasalarda Fiyat-Kazanç Oranları (Yıl Sonları İtibariyle)

PIYASALAR	1989	1992	1993	1994	1995
<u>LATİN AMERİKA</u>					
ARJANTİN	22.1	38.0	41.5	17.7	15.0
BREZİLYA	-	-24.4	12.6	13.1	36.3
ŞİLİ	5.8	13.0	20.0	21.4	17.1
KOLOMBİYA	7.0	27.9	25.5	19.5	11.3
MEKSİKA	10.7	12.3	19.4	17.1	28.4
PERU	-	25.9	44.0	43.9	14.5
VENEZUELA	6.4	15.6	17.4	18.1	12.0
<u>DOĞU ASYA</u>					
GÜNEY KORE	38.6	21.4	25.1	34.5	19.8
FİLİPİNLER	-	14.1	38.7	30.8	19.0
TAYVAN	51.2	16.6	34.7	36.8	21.4
<u>GÜNEY ASYA</u>					
HİNDİSTAN	18.3	33.7	39.7	26.7	14.2
ENDONEZYA	-	12.2	28.9	20.2	19.8
MALEZYA	30.8	21.8	43.5	29.0	25.1
PAKİSTAN	8.4	21.9	27.6	23.3	15.0
SRI LANKA	-	-	27.8	17.6	8.1
TAYLAND	23.1	13.9	27.5	21.2	21.7
<u>AVRUPA/O. DOĞU/AFRİKA</u>					
ÇEK CUMHURİYETİ	-	-	-	-	11.2
YUNANİSTAN	24.3	6.9	10.2	10.4	10.5
MACARİSTAN	-	-	52.4	-55.3	12.0
ÜRDÜN	14.9	14.5	18.0	20.8	18.2
NİJERYA	7.0	9.0	8.4	6.0	12.5
POLONYA	-	-	31.5	12.9	7.0
PORTEKİZ	-	9.0	18.0	20.3	14.8
GÜNEY AFRİKA	-	13.2	17.3	21.3	18.8
TÜRKİYE	17.6	7.0	36.3	31.0	8.4
ZİMBABVE	7.0	2.0	8.8	10.2	7.3
<u>ENDÜSTRİYEL PİYASALAR</u>					
FRANSA	12.5	15.8	27.5	-	-
ALMANYA	17.8	14.3	29.1	-	-
JAPONYA	51.9	38.9	67.8	-	-
İNGİLTERE	11.7	19.7	20.7	-	-
A.B.D.	14.1	22.7	22.1	-	-

Kaynak: [Feldman ve Kumar, 1995:195].

2.4.7.1. Gelişen Piyasalarda Fiyat-Kazanç Oranları

Fiyat-kazanç oranı (FKO), şirketin karları ile hisselerinin piyasa fiyatı arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. FKO'nun yüksek çıkması, hisse senedinin piyasada aşırı değerlendirildiğini veya şirket kazancının düşüklüğünü ifade ederken, tersi bir durum oranın düşüklüğüne neden olabilir. Dolayısıyla, FKO'nı düşük şirketler veya genellemek gerekirse piyasalar daha yüksek kazanç vaat etmektedir.

Muhasebe standartlarında, şirket sermaye yapıları ve legal ihtiyaçlarındaki farklılıklar nedeniyle fiyat-kazanç oranları arasında karşılaştırmalar yapmak zordur. Bununla birlikte, kimi ülkelerdeki son yıllarda artış görülen bu oranlar, genellikle sanayileşmiş ülkelerdeki oranlardan anlamlı şekilde yüksek olma eğilimi göstermemektedir (Bkz Tablo 2.13) [Feldman ve Kumar, 1995:194].

2.5. Gelişen Piyasalarda Yatırımların Yönetimi

Bu ayırmda, gelişen piyasalarda yatırımcı türleri ve yatırımcıların motivasyon kaynaklarının yanısıra, gelişen piyasalara yatırımların yönetimi konusuna değinilecektir.

2.5.1. Gelişen Piyasalarda Yatırımcılar ve Türleri

Gelişen piyasalarda yatırım yapan, risk ve verim tercihleri birbirinden farklı beş değişik grup yatırımcıdan bahsedilebilir [Gooptu, 1994:31]:

- **Özel Yabancı Yatırımcılar ve Denizaşırı Yatırım Yapan Gelişmekte Olan Ülke Vatandaşları:** Gelişen piyasalara giden uluslararası yatırımların en önemli kısmını oluşturan ve en aktif hareket eden portföy yatırımlarını yöneten yatırımcı grubudur. Bu yatırımcılar, yatırım yaptıkları veya yapacakları ülkelerdeki her türlü değişikliği yakından izlerler ve kısa vadeli yüksek getiri peşindedirler. Spekülatif yatırımları tercih ederler ve sıcak para olarak ifade edilen fonları yönetirler.
- **Yönetilen Fonlar (Kapalı Uçlu Ülke ve Yatırım Fonları):** Performansa önem veren, bir veya daha çok sayıda gelişen piyasada hisse senedi ve yüksek getirili tahvil işlemleri gerçekleştiren portföy yöneten kuruluşlardır.
- **Yabancı Bankalar ve Aracı Kurumlar:** Yatırım hedefleri doğrultusunda, işlem (alıp satma) veya alıp bekleme biçiminde portföylerini tahsis eden yatırımcılardır.

- **Euro-bond Perakendeci Kuruluşları:** Portföylerini çeşitlendirmek amacı güden ve genellikle yüksek verim ve yüksek risk içeren gelişen piyasalarda yatırım yapan yatırımcı grubudur.
- **Kurumsal Yatırımcılar (Emeklilik Fonları, Hayat Sigorta Şirketleri):** Yatırımlarında piyasalarda istikrar ve uzun vadeli büyüme beklentilerine önem veren, portföylerinde getiri beklentilerinde uzun vadeleri öngören kuruluşlardır.
- **Gelişmekte Olan Ülkelerden Sermaye Kaçırılmış Vatansız Yatırımcılar:** Bu kişiler de, ülkelerinden kaçırdıkları sermayeyi gelişen piyasalara getiri veya aklama amaçlı olarak, portföy yatırımı biçiminde taşıyacak potansiyel bir fon kaynağıdır.

Bu yatırımcılardan ilk üç grup, kısa vadeli beklentilerle hareket ettikleri için gelişen piyasalarda en aktif olan ve gelişen piyasalar arasında sürekli dolaşan yatırımcılardan oluşmaktadır. Tamamen spekülasyon amaçlı olarak işlem yaparlar ve gelişmelere göre gelişen ve gelişmiş (özellikle ABD) piyasalar arasında dolaşırlar. Sonra gelen iki yatırımcı grubu, risk almayı tercih etmeyen ve portföylerini oluştururken alacakları kararlarda daha uzun vadeleri düşünürler. Genellikle uzun vadeli getiri ve istikrara önem verirler. Gelişen piyasalar için uzun vadelerde yatırıma dönüştürülme potansiyeli en yüksek yatırımcı grubudur. Gelişmekte olan ülkelerin bu yatırımcıların kendi piyasalarına daha fazla pay ayırmalarını sağlayacak iç politik düzenlemelerini yapmalarında yarar vardır.

Sanayileşmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelen fon akışı 1990-1996 döneminde 100.6 milyar \$'dan 285 milyar \$'a yükselirken; en dikkat çekici artış özel emeklilik programlarının yatırımlarında gözlenmiştir. Aynı dönemde, özel fonlar 14.3 kat artarak 3.2 milyar \$'dan 45.7 milyar \$ düzeyine yükselmiştir [Ergenekon, 1998:10].

2.5.2. Yatırımcı Motivasyonunu Sağlayan Faktörler

Uluslararası yatırımcıların gelişen piyasalara ilgi duymasının nedeni olan faktörler şu şekilde sıralanmıştır [Claessens ve Gooptu, 1994:ix-x]:

- Yükselen makroekonomik performans ve çoğu gelişmekte olan ülkede gerçekleştirilen yapısal reformlar.
- Borç krizlerinin çözümünden sonra iyileşen kredibiliteler.
- Artan büyümede özel sektör lehine yapısal değişim. Bu değişimin, özelden özele sermaye akımlarını daha da artırması.

- Faiz ve özvarlık verimlerinin endüstriyel ülkelerden daha elverişli hale gelmesi.
- Gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi verimlerinin endüstriyel ülkelerdeki verimlerle düşük korelasyonlarının ortaya çıkardığı risk çeşitlendirmenin yararları.
- Gelişen piyasaların etkin olmaması ve bu piyasalarda verimlerin öngörülebilirliği.
- Sermaye piyasalarının artan globalizasyonu ve gelişmekte olan ülkelerin finansal entegrasyonu.
- Yüksek şirket kazançları ve bunun sonucu olarak gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarının büyümesi.

Gelişmekte olan piyasalara yatırım yapma nedenleri; ülke faktörleri ve global faktörler olmak üzere iki açıdan ele alınabilmektedir [Doğukanlı, 1997:71-72]:

- **Ülke Faktörleri:** Yatırımcıya fırsatlar ve riskler doğuran hisse senedi piyasasının verim oranı ve kredi değerliliği gibi faktörlerdir. Özellikle hisse senedi verim oranlarının son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yükselme trendinde olduğu gözlenmektedir. Aynı dönemde birçok gelişmekte olan ülkenin kredi değerliliği de yükselme göstermiştir. Aynı zamanda bu gelişen ülkelerde yapılan özelleştirmeler sonucunda özel sektörün payının daha da arttığı gözlenmiştir.
- **Global Faktörler:** 1988 sonrasında ABD kısa dönem faiz oranlarının düşüşü sonrasında ABD’de 3 aylık hazine bonosu faiz oranı 1988 başında %5.9 iken 1993 yılında %3.3’e kadar düşmüştür. 6 aylık ABD doları mevduata ödenen faiz oranı (LIBOR), 1988 başında %7.4 iken 1992 sonunda %3.7’ye düşmüştür. Aynı dönemde ABD’de gayrimenkul yatırımlarının getirisi de düşme göstermiştir. ABD’de yatırımların verimlerindeki bu düşüş, sadece ABD’li yatırımcıları yurt dışında yeni yatırım fırsatları aramaya yöneltmemiş, aynı zamanda ABD’de konuk olan sıcak sermayeyi de, yeni gelişen bu piyasalara yöneltmiştir.

1988-1992 dönemi için, dokuz Latin Amerika ve dokuz Asya ülkesinde yapılan bir çalışmada [Diwan, Errunza ve Senbet (1992)], yatırımlarda ülke faktörlerinin ve global faktörlerin etkileri araştırılmıştır. Bu çalışmada, Latin Amerika ülkelerine yapılan tahvil ve hisse senedi yatırımlarında, ülke faktörleri kadar global faktörlerin etkisinin de önemli olduğu bulunmuştur. Asya ülkeleri için tahvil ve hisse senedi yatırımlarında, ülke faktörleri global faktörlerden üç-dört kat daha önemli bulunmuştur. Ayrıca sermaye

akımlarının global faktörlere göre esnekliği hisse senetleri için tahvillerden daha yüksek bulunmuştur. Bunda tahvillerin sabit getirili olması etkilidir. Bu sonuca göre, hisse senedi yoluyla sermaye akımları, faiz oranlarına göre daha duyarlıdır. Asya ülkelerinin kredi değerliliği, tahvil yoluyla sermaye akımlarını hisse senedi yoluyla olan sermaye akımlarından daha fazla etkilemektedir.

Yabancıları gelişen piyasalara yatırım yapmaya sevk eden temel sebepler, alıcı ülkenin finansal piyasa gelişmesinin seviyesi ve büyüme potansiyeline bağlı olarak ortaya çıkan, yatırım karşılığı beklenen aşırı verimler [Chen ve Khan, 1997:3] ve portföylerin risk-getiri dengesine yaptığı katkılarıdır. Bu nedenle, ülke ve global faktörlerin yanında, portföy kuramı açısından gelişen piyasaların uluslararası yatırımcılara sağladığı avantajların üzerinde durulacaktır.

2.5.2.1. Uluslararası Çeşitlendirme

Garantili yatırımlara göre, riskli alanlara yatırımlar için beklenen verimler daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası varlık ticaretini olanaklı kılmaları, riskli yatırımların global olarak çeşitlendirilmiş bir portföyünü oluşturmaya imkan tanımları anlamına gelmektedir. Bu ise, buna katılan tüm ülkelerde yatırımların güvenli ancak getirisi düşük yatırımlardan, yüksek verime sahip ancak riskli yatırımlara kaymasını sağlamaktadır [Obstfeld, 1994:1311-1312].

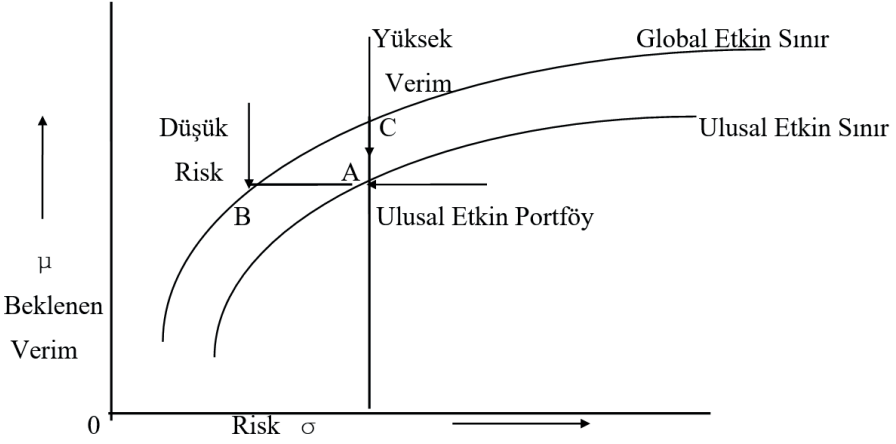
Gelişen piyasalarda çeşitlendirmenin yararları üzerine yapılan çalışmalar eskilere dayanmaktadır. Levy ve Sarnat (1970) tarafından yayınlanan çalışmada, gelişen ülkelerde yatırımın önemli yararlarına işaret edilmektedir. Errunza (1977), 1957-1972 döneminde global portföylerde gelişen piyasalara yer verilmesinin gereğini göstermiştir. IFC veri bankasının gelişmesi ile, Agtmael ve Errunza (1982) ve Errunza (1983); 1970-1980 döneminde, gelişen piyasalarda çeşitlendirmenin potansiyelini araştırmışlardır. Son olarak Bailey ve Stulz (1990), günlük veriler kullanarak Pasifik Havzası ülkelerinde yatırım yapmanın yararlarını raporlamışlardır. National Index Funds'ın başlaması ile Bailey ve Lim (1992) ve Diwan, Errunza ve Senbet (1992), gelişen piyasa çeşitlendirmesinin yararlarını incelemişlerdir. Farklı piyasa grupları, değişen zaman dilimleri, çok farklı veriler ve farklı yöntemler kullanılarak yapılan bu çalışmalar neticesinde, gelişen piyasalarda çeşitlendirme yapmanın sağlam kanıtları oluşmuştur. 1960-1990 döneminde elde edilen temel bulgular şunlardır [Errunza, 1994:83]:

- Gelişen piyasalarda çeşitlendirme, hem verimin yükseltilmesi, hem de riskin azaltılması bakımından yararlı olmaktadır.

- İç sistematik risk, başlıca gelişmiş piyasalardan daha yüksektir, ancak gelişmiş piyasalardan düşük olması da gerekmez.
- Verimlerin korelasyonları gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldıklarında düşüktür ve bazen negatif olmuştur. Gelişen piyasaların kendi aralarında gerçekte korelasyon yoktur veya düşüktür .
- Ayrıca, güçlü endüstri etkileri de saptanmıştır. Buna göre, gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasaları için çok yüksek konsantrasyon derecesi ve bunun sonucu olarak endüstri yapısının, toplam piyasa verimlerini açıklamada gelişmiş ülkelerdekinden daha önemli olduğunu belirlemişlerdir [Claessens, 1994:108].

Genel olarak beklendiği gibi, gelişen piyasaların daha etkin ve dış dünya ile daha entegre hale gelmesi ile çeşitlendirmenin yararları, verimlerin ve fiyatların öngörülebilirliğinde olduğu gibi azalma gösterecektir. Gelişen hisse senedi piyasası verimlerinin endüstriyel ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki verimlere olan duyarlılığı, son yıllarda artmıştır. Bu gelişme çeşitlendirmenin yararlarının azalması anlamına gelmektedir. Sanayileşmiş ülkelerdeki birçok olayın gelişen piyasaları etkilemesi, gelecekte hisse senedi portföy yatırımlarının gelişen piyasalarda yatırım yapmasından umulan çeşitlendirme faydalarının azalacağını göstermektedir

Fakat son yirmi yılı aşkın sürede, sağlanan ekonomik ve finansal entegrasyona karşılık trend devam etmektedir. Gelişmiş piyasalar arasında çeşitlendirmenin yararları, yani risk azaltımı, zaman içinde inatla sürmektedir. Gelişen piyasaların dünya ekonomisi içinde entegrasyonunun artmasına karşılık, piyasa ve zaman itibarıyla değişiklikler olmakla beraber, korelasyonları oldukça düşük ve bazen negatif olarak kalmaya devam etmiştir. Ayrıca, artan ekonomik entegrasyonun sermaye piyasası entegrasyonuna dönüşmesi bir zorunluluk değildir. Entegrasyonla ilgili testler, gelişmiş piyasaların bile tamamıyla entegre olmadığı kararına varmıştır. Yani, sermaye piyasası entegrasyonu, ille de yüksek korelasyon anlamına gelmemektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar global bazda birbirlerine tamamen entegre oluncaya kadar, getiri düzeyi farklılığı, gelişen piyasalara yatırım yapmayı cazip kılacaktır [Ergenekon, 1998:10].



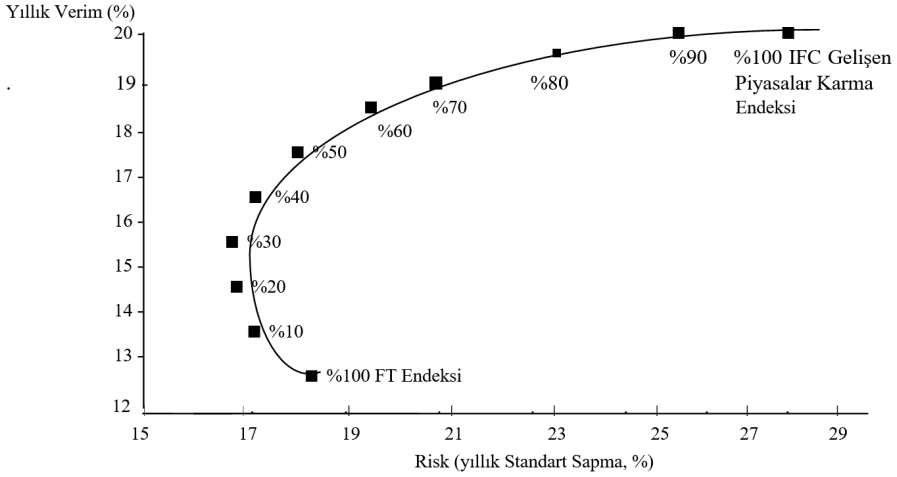
Şekil 2.4 Yerel ve Global Portföylerin Etkinliği [Michaud ve Diğ., 1996:10]

2.5.2.2. Portföy Riski ve Verimi

Global portföy çeşitlendirmesi için iddialar, karşılaştırılabilir ulusal bir portföye göre portföy riskini azaltma veya portföyün beklenen verimlerini arttırma üzerinde toplanmıştır. İhtiyatlı bir yatırımcı, portföyün verimi ve onun riski ile ilgilenir. Beklenen portföy verimi, herbir menkul kıymetin beklenen verimlerinin ağırlıklandırılmış toplamıdır. Portföy riskinin yaygın olarak kullanılan bir ölçüsü varyanstır. Portföy varyansı herbir menkul kıymetin varyansına ve menkul kıymetlerin aralarındaki korelasyonlara bağlıdır [Michaud ve Diğ., 1996:9-10]. Eğer bir portföy, portföy riskinin belirli bir düzeyinde en yüksek beklenen verime, veya karşıt olarak, belirli bir beklenen verim düzeyi için en düşük risk düzeyine sahipse; bu portföyün ‘ortalama varyans etkin’ olduğu ifade edilir. Tüm etkin portföylerin oluşturduğu eğriye, ‘ortalama varyans etkinlik sınırı’ denilmektedir. Tüm hisse senetleri ve portföyler, bu etkin sınırın üstünde veya altında yer almaktadır.

Bu olgu şekil 2.4’de gösterilmektedir. Bir portföy yöneticisinin sadece yerli hisse senetlerine yatırım yaptığı varsayıldığında, “ulusal etkinlik sınırı” mevcut portföylerin optimal dizisini yansıtır. Şekilde, A yerli portföyü, belirli bir risk düzeyi için maksimum beklenen verime sahiptir. Hisse senedi seçimi yerel piyasadaki hisse senetlerle sınırlı olmayan bir global hisse senedi portföy yöneticisi varsayıldığında; global yöneticiler on, oniki veya daha fazla ülkede hisse senedine yatırım yaparlar. Bu durumda global hisse senedi evreni, yerel evrendeki hisse senetlerinden hem daha düşük riskli, hem daha

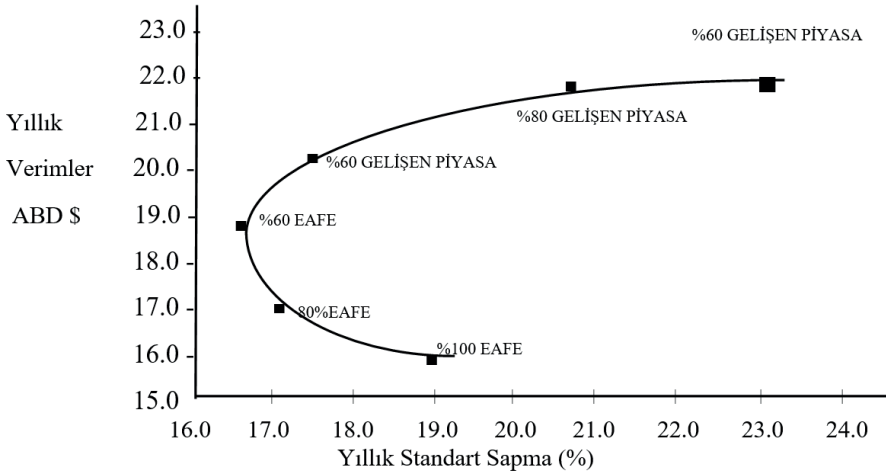
yüksek beklenen verimli hisse senetlerini kapsayabilir ve hisse senetlerinin genişletilmiş seti olan “global etkin sınır” genel olarak yerel etkinlik sınırının üstünde yer alır. B global etkin portföyü, A portföyü ile aynı beklenen verim düzeyinde daha düşük riske sahiptir. Aynı zamanda, A portföyü ile aynı risk düzeyi için daha fazla beklenen verime sahip olabilecek bir etkin C global portföyünün elde edilmesi mümkündür [a.g.e., s. 10].



Şekil 2.5 Global Yatırım Açısından Gelişen Piyasaların Portföy Etkileri [Divecha ve Diğ., 1992:49]

Gelişen piyasalar (gerek bireysel, gerekse grup olarak) ile gelişmiş piyasalar arasındaki düşük korelasyonların, bu piyasalarda çeşitlendirmeye nasıl fırsat sağladığı Şekil 2.5’te gösterilmiştir. Financial Times Dünya Endeksi’ne değişik oranlarda IFC Gelişen Piyasalar Karma Endeksi’nin karıştırılması ile elde edilen global bir portföyün risk ve verimleri kullanılmıştır. Gelişen Piyasalar Endeksi yaklaşık %20’ye ulaşana kadar, iki endeks arasındaki düşük korelasyon nedeniyle toplam portföyün riski azalmaktadır. Daha sonra Gelişen Piyasalar Endeksi’nde yüksek volatilité olduğu için portföy riski sıçrama göstermektedir. Böylece herhangi bir global yatırımcı, gelişen piyasalardan gelişmiş piyasaların üzerinde bir performans bekleme bile, %20’ye kadar yatırım yaptığında riskini azaltması mümkün olmaktadır. İncelenen dönemde gelişen piyasalar, gelişmiş piyasaların üzerinde performans gösterdiği için; gelişen piyasalara %20’lik bir yatırım, sadece yıllık riski % 0.81 azaltmakla kalmamış, aynı zamanda yıllık verimi de % 2.1 oranında artırmıştır [Divecha ve Diğ., 1992:49-50].

Bir başka çalışmada da gelişen piyasalarda risk çeşitlendirmesinin sonuçları Şekil 2.6'da gösterilmiştir [Michaud ve Diğ., 1996:14]. Şekilde, 1985-1995 dönemi için, gelişmiş piyasa olarak kabul edilen MSCI EAFE endeks portföyüne, değişik oranlarda gelişen piyasa endeks portföyünün eklenmesinin, risk ve verimler üzerindeki etkileri gösterilmektedir. Ampirik olarak, EAFE endeks portföyüne gelişen piyasaların ilave edilmesi, önemli oranda birim risk başına verimi artırma fırsatı sağlamaktadır.



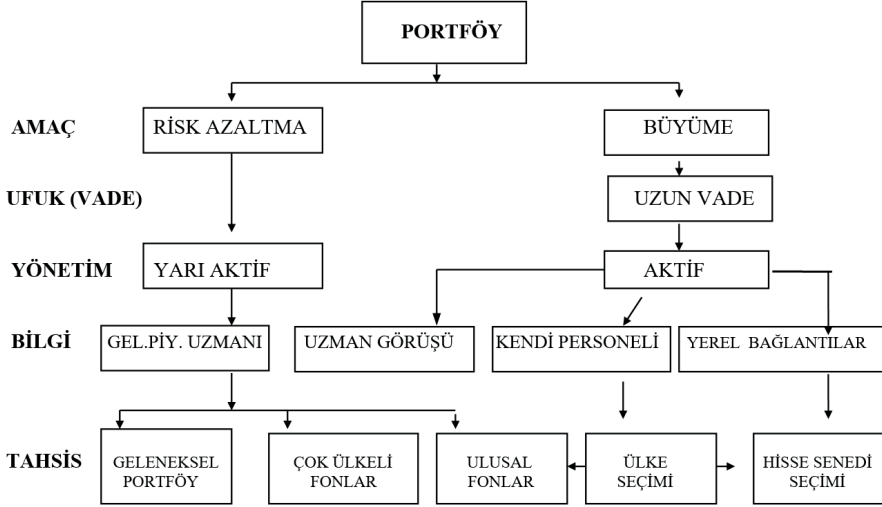
Şekil 2.6 Gelişen Piyasalarda Global Portföy Riski ve Verimi, 1976-1995 [Michaud ve Diğ., 1996]

Gelişen piyasalar, kurumsal yatırımcılar için çok ilginç sorunları da beraberinde getirmiştir. Bu endekslerde kapsanan ülke piyasalarında homojenlik yoktur. Sadece diğer gelişen piyasalar değil gelişmiş piyasalar da uzun vadeli korelasyonlar, oldukça değişkendir. Ekonomik gelişmedeki farklılıklar, endüstri kompozisyonu ve ekonomik büyümenin kaynaklarının temel algılamaları gibi yerel politik faktörler, uzun zaman dilimlerinde verimlerde büyük ayrılıklara yol açmaktadır [a.g.e., s.14]. Böylesi riskler, disiplinli ve rasyonel davranan yatırımcılar için uygun yatırım fırsatları sunmaktadır.

2.5.3. Gelişen Piyasalara Yatırımlarda Yönetim ve Organizasyon

Uluslararası yatırımcıların yatırımlarını yönetirken, portföy teorisi ilkelerinin önemli bir yer tuttuğu ve portföy seçimlerini getiri ve risk arasında belli bir denge kurarak yaptıkları konusunda, teorik temelleri sağlam, yaygın bir kanaat vardır. Ancak, mikro seviyede yatırımcıların kararlarını

hangi süreçleri izleyerek aldıkları konusunda yapılmış araştırma sayısı çok azdır. İngiliz kurumsal yatırımcıları kapsayan bir çalışmada (Pratten, 1993), yatırımcıların kararlarını daha çok kalitatif yöntemler kullanarak aldıkları sonucuna varılmıştır. Ayrıca, gelişen piyasalara yapılan yatırım kararlarının matematiksel analizlerden çok piyasa değerlendirmesine dayandığı anlaşılmaktadır. Toplanan bilgi, (kalitatif veya kantitatif) teknik modeller kullanmadan değerlendirilmektedir [Aybar, 2000:44].



Şekil 2.7 Gelişen Piyasalara Yatırımın Yönetimi ve Organizasyonu [Errunza, 1994:86]

Gelişen piyasalara yatırım fonksiyonunun organizasyonu ve yönetimi için Şekil 2.7'de gösterilen çatı önerilebilir. Kısaca, öncelikle gelişen piyasaların risk azaltma yönüyle ilgilenen yatırımcılar, fonları kendi lehlerine yönlendirecek uzman yöneticilere güvenen yarı aktif bir stratejiyi izleyebilirler. Gelişen piyasaların gelecekteki büyümelerine katılmayı isteyen diğer yatırımcılar, bilgiyi kazanma ve oluşturmaya dayanan uzun vadeli aktif bir stratejiyi izlemek isteyeceklerdir [Errunza, 1994:85].

2.6. Uluslararası Performans Aracı Olarak IFC Hisse Senedi Endeksleri

Günümüzde sermayenin ülkeler arasında akışında hisse senedi yatırımları büyük önem kazanmıştır. Değişik ülkelerin hisse senedi piyasaları arasında yapılacak seçimde bir kıyas aracına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu açıdan hisse senedi piyasa endekslerinin büyük bir önemi bulunmaktadır. Bu endekslere

bakarak yatırımların akış yönünü belirleme olanağına sahip olunur. Bu konuda gelişmiş ülkeler için fazla bir sorun bulunmamaktadır. Morgan Stanley Capital International (MSCI), bu piyasalar arasında kıyaslama yapmaya olanak tanıyan çeşitli endekslerin uzun zamandır hesaplamaktadır. Ayrıca bu ülkelerde piyasaların gelişmiş olması, yatırımcıların ihtiyaç duydukları bilgileri güvenilir olarak kısa sürede elde etmelerini mümkün kılmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için tek bir merkezden hisse senedi piyasası endeksi oluşturma olgusu çok yenidir ve ilk kez IFC tarafından başlatılmıştır. IFC, sermaye piyasaları ümit vadeden gelişmekte olan ülkeler için çeşitli hisse senedi endeksleri hesaplayarak sermayenin bu ülkelere akışında büyük rol oynamaktadır. IFC, bu ülkelerin hisse senedi piyasalarını gelişen piyasalar olarak adlandırmaktadır [Dağlı, 1998:29].

Bu ayırmda, uluslararası hisse senedi yatırımlarında bir performans ölçüm aracı olarak yaygın olarak yararlanılan IFC hisse senedi endeksleri ele alınmaya çalışılacaktır. Özellikle, önemine binaen gelişmekte olan ülkelerde yatırım yapılabilir piyasaları ve hisse senetlerini kapsayan IFC Yatırım Endeksi üzerinde durulacaktır.

2.6.1. Genel Açıklama ve Tanımlar

Hisse senedi piyasa endeksleri genellikle belli bir hisse senedi örneğine bağlı olarak piyasanın toplam performansını ortaya koymak amacıyla oluşturulmuş istatistiki göstergelerdir. Temsil ettikleri piyasalar açısından endeksler; ulusal endeksler (Örneğin, İMKB Endeksleri, New York Borsası Endeksleri gibi) veya uluslararası endeksler (Örneğin, MSCI endeksleri ve Financial Times (FT) gibi), olmak üzere iki ana kategoriye ayrılabilir. Ayrıca endeksler borsa tarafından hesaplanabileceği gibi, borsa dışında bağımsız kuruluşlar tarafından da hesaplanabilir (Örn. Standart and Poor's ve Dow Jones endeksleri gibi).

IFC, üye ülkelerdeki özel sektörün gelişmesini teşvik etmek ve bunu sağlamak için de yerli ve yabancı kaynakları harekete geçirmeyi amaç edinmiştir. Sermaye Piyasaları Bölümü ile gelişmekte olan ülkelere doğru portföy yatırımlarını artırma çabası içindedir. Bu amaçla çeşitli ülke, bölge ve global fonlar oluşturmuştur. Uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere çekmek amacıyla "Gelişen Piyasalar Veri Tabanı" (EMDB) oluşturmuş ve buna bağlı olarak gelişen piyasalarla ilgili hisse senedi endeksleri hesaplamaya başlamıştır.

IFC, ülkelerin gelişmeleri açısından sınıflandırılmalarında Dünya Bankası'nın kriterlerini izlemekte ve hisse senedi piyasaları gelişme potansiyeline sahip olanlar için ise piyasa endeksleri hesaplamaktadır.

2.6.2. IFC Hisse Senedi Endeks Tanımları

Gelişen hisse senedi piyasaları için en kapsamlı ve uzun geçmişi olan endeksler IFC tarafından hesaplanmaktadır. IFC'nin çeşitli endeks tanımları bulunmaktadır. Bunlar aşağıda sıralanmıştır [IFC, 1998:3]:

- **IFC Global Endeksi (IFC Global Indexes- IFC G):** Hesaplandığı piyasanın büyük bir bölümünü temsil eden, ulusal yatırımcılar açısından piyasanın eğilimini gösteren, yabancı yatırımcılara getirilen kısıtlamaları dikkate almayan endekstir. Tüm IFC endekslerinin çekirdeğini oluşturur ve diğer tüm endekslere kaynaklık eder. IFC Global Endeksi, kapsanan borsalardaki en aktif ve borsayı temsil yeteneği yüksek hisselerini içermekte ve hedefte yer alan gelişen hisse senedi borsalara kayıtlı hisse senetlerinin toplam kapitalizasyonunun %75'ini kapsamaktadır.
- **IFC Yatırım Endeksi (IFC Investable Indexes- IFC I):** Yabancı yatırımcılar üzerindeki yasal veya pratik kısıtlamaların da dikkate alındığı, büyüklük ve likidite olarak küçük kalan hisselerin elendiği, dolayısıyla daha az sayıda hisse senedinden oluşan IFC G Endeksi'nin bir alt endeksidir. Özellikle uluslararası yatırımcılar için çok önemli bir işlevi vardır.
- **Endüstri Endeksi (IFC Industry Index):** Global ve Yatırım Endeksi kapsamında bulunan hisse senetlerinin, ait oldukları endüstrilere göre hesaplanan endekstir.
- Aşağıda yer alan IFC endeksleri, yukarıda sıralanan temel üç endekse bağlı olarak, her endeks için ayrıca hesaplanmaktadır. Bu endeksler;
- **IFC Fiyat Endeksi (IFC Price Indexes):** Nakit olarak ödenen kar paylarını dikkate almayan, sadece hisse senedi fiyatlarındaki değişikliği ölçen endekstir. Kısacası, fiyat endeksi sadece sermaye kazancını dikkate alır.
- **IFC Toplam Getiri Endeksi (IFC Total Return Indexes):** Hisse senedi fiyatlarındaki değişikliğin yanı sıra nakit olarak ödenen kar paylarının da dikkate alınmasıyla oluşturulan endekstir. Kısacası, sermaye kazancı ile kar payı gelirinin her ikisi de bu endeks hesabında kullanılmaktadır.
- **IFC Ticari Endeks (IFC Tradeable Indexes):** Esas itibarıyla yabancı yatırımcılar için oluşturulmuş, piyasalardaki en büyük ve en likit, sınırlı sayıda hisse senedinden oluşan endekstir.

- **IFC Bölgesel Endeks (IFC Regional Indexes):** Belirli bir bölgedeki birden fazla ülke piyasasının hisse senetlerini temsil eden endekstir.
- **IFC Bileşik Endeks (IFC Composite Indexes):** IFC'nin endeks kapsamına aldığı tüm piyasalardaki hisse senetlerini temsil eden endekstir.

2.6.3. IFC Endekslerinin Üstünlükleri

IFC endeksleri, uluslararası alanda oldukça fazla tercih edilmektedirler. Tercih edilmelerinin başlıca nedenleri şunlardır [Dağlı, 1998:29]:

- **Kapsadığı Hisse Senedi Sayısının Genişliği:** IFC, kapsamına aldığı 27 piyasadaki 1700 dolayındaki hisse senedi ile gelişen piyasaların büyük bölümünü temsil etmektedir. Dünyada başka hiçbir kuruluş bu kadar genişlikteki piyasa ve hisse senedi ile endeks çalışmasında bulunmamaktadır. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerden veri temininin güçlüğü de dikkate alındığında bunun önemi daha da artmaktadır. Diğer taraftan IFC I Bileşik Endeksi'nde herhangi bir piyasaya aşırı derecede bir ağırlık verilmemektedir. Böylece, bazı büyük piyasaların, bileşik endeksi tek başlarına aşırı derecede etkilemelerini önlemiş olmaktadır. Diğer yandan 9 sektör ve 23 endüstri endeksi hesaplayarak, yatırımcılara endüstriler arasında kıyaslama yapma imkanı da sağlamaktadır. IFC, daha fazla piyasanın kapılarını yabancı yatırımcılara açmak için yeni piyasalar üzerinde sürekli çalışmalar yapmaktadır.
- **Piyasalar Arasında Tarafsızca Kıyaslama Yapabilme Olanığı:** Dünya Bankası'na bağlı bir kuruluş olan IFC, gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının oluşturulması ve gelişen piyasalardaki portföy yatırımlarını desteklemek görevini üstlenmiştir. Bu nedenle, IFC uzmanlarının tarafsız davranacağı ve oluşturacakları endekslerin daha güvenilir olacağı düşünülmektedir.
- **Tarihsel Tutarlılık:** IFC endeksleri yıllarca süren kurumsal çalışmaların neticesinde oluşturulmuştur. 1975 yılının başından beri toplanmaya başlanan EMDB'de çok sayıda hisse senedine ait temel bilgiler bulunmakta ve yeni bilgilerle sürekli olarak güncelleştirilmektedir.
- **Şeffaflık:** IFC G ile beraber IFC'nin hesapladığı bütün endeksler tarafsız, şeffaf ve geniş bir piyasa yelpazesine sahiptirler. IFC endekslerinin nasıl hesaplandıklarına ilişkin bilgiler açıkça ilgililerin bilgisine sunulmaktadır. Uluslararası yatırımlarda IFC endeksleri, yatırımcılara tarafsız bir kıyaslama imkanı sağlamaktadır.

2.6.4. IFC Yatırım Endeksleri

IFC Yatırım (IFC I) endeksi, gelişen piyasalardaki hisse senetlerine yatırım yapan veya yapmayı düşünen uluslararası yatırımcılar (ve özellikle kurumsal yatırımcılar) için oluşturulmuştur. Bu endeksler, gelişen piyasalarda yabancı yatırımcılar tarafından yasal ve pratik olarak alım-satımı yapılabilen hisse senetlerinin getirileri konusunda, piyasanın eğilimini ortaya koymayı amaçlamaktadır. IFC I endeksleri, IFC G endekslerinin bir alt grubu olarak kabul edilebilir. Çünkü, IFC I Endeksi, IFC G Endeksi kapsamında bulunan hisse senetlerinin yatırım yapılabilir alanlarından oluşmaktadır. Yani bu endeks, daha dar kapsamlıdır. Kapsamı daraltan unsur olan yatırım yapılabilirlik ise, piyasadaki hisse senetlerinin, yabancı kurumsal yatırımcılarca rahatlıkla alınıp satılabilmesine bağlanmıştır. Çeşitli piyasalar ve bu piyasalardaki hisse senetlerinin yatırım yapılabilirlik düzeyleri birbirlerinden farklı olabilmektedir. Aşağıda IFC'nin yatırım yapılabilirliğin belirlenmesinde izlediği iki yol olan yatırım yapılabilirliğin teknik olarak belirlenmesi ve yatırımın uygulanabilirliğinin belirlenmesi konuları üzerinde durulacaktır [a.g.e., s. 46].

- **Yatırım Yapılabilirliğin Teknik Olarak Belirlenmesi:** Yatırım yapılabilirlik, bir piyasanın veya hisse senedinin yabancı yatırımcılara açıklığı ile ilgili bir konudur. Bir hisse senedinin yatırım yapılabilir özelliğe sahip olmasının ilk aşaması, ilgili piyasanın yabancı yatırımcılara açık olmasıdır. Yani, öncelikle yabancı yatırımcıların ilgili ulusal borsada ne ölçüde ve nasıl işlem yapabileceklerinin ortaya konması gerekir. Ayrıca, yatırımcının yatırdığı parayı, sermaye kazancını ve kar payı gelirlerini herhangi bir kısıtlamayla karşılaşmaksızın kendi ülkesine transfer edip edemeyeceğinin belirlenmesi gerekir. Bir piyasanın yabancı yatırımcılara açıklığı belirlenip, bu aşama geçildikten sonra sıra IFC G endeks kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinin incelenmesine gelir. Bu inceleme, yabancı yatırımcılar için endüstri ya da şirket bazında bir sınırlamanın olup olmadığını belirlemek amacıyla yapılır. Bu inceleme sonunda yabancı yatırımcıların teknik olarak yatırım yapabilecekleri şirketlerin hisse senetleri belirlenir.
- **Yatırımın Uygulanabilirliği:** IFC G Endeksi kapsamında bulunan hisse senetlerinden yabancı yatırımcılara teknik olarak açık olanları belirlendikten sonra, bu yatırımın uygulanabilirliği araştırılır. Yatırımın uygulanabilirliği açısından büyüklük ve likidite kriterine göre bir değerlendirme yapılır. Bu işlemin amacı, likiditesi düşük ya da nisbeten küçük piyasa kapitalizasyonuna sahip hisse senetlerine yatırım yapmak istemeyen yabancı yatırımcılara yardımcı olmaktır.

- **Büyüklik Kriteri:** Bu kriter, piyasa kapitalizasyonu kriteri olarak da adlandırılabilir. Bu kritere göre, bir hisse senedinin IFC I endeks kapsamına alınabilmesi için, ilgili hisse senedinin bir yıllık ortalama yatırım yapılabilir piyasa kapitalizasyonunun, en az 25 milyon ABD \$ olması gerekir. Başka bir anlatımla, IFC G endeks kapsamında bulunan bir hisse senedinin, IFC I endeks kapsamına alınabilmesi için bir önceki yılın 12 aylık toplam piyasa kapitalizasyonunun yatırım yapılabilir bölümünün ortalama tutarı en az 25 milyon ABD doları olması gerekir. Bazı şirketlerin piyasa kapitalizasyonları çok yüksek olduğu halde, yabancı yatırımcılara getirilen çeşitli kısıtlamalarla yatırım yapılabilir bölümü çok düşük kalabilmektedir. Böylece, yabancı yatırımcıların satın alabileceği hisse senedi adedi fazla olan şirketler, IFC endeks kapsamına alınmaktadır. Kısaca, bir hisse senedinin IFC endeks kapsamına alınabilmesi için yatırım yapılabilir piyasa kapitalizasyonu ile ifade edilen belirli bir büyüklük şartını sağlamış olması gereklidir.
- **Likidite Kriteri:** Bu kriter, işlem hacmi kriteri olarak da adlandırılabilir. Bu kritere göre bir hisse senedinin IFC I endeks kapsamına alınabilmesi için bir önceki yılda gerçekleşen işlem hacminin en az 10 milyon ABD doları olması gerekir. Böylelikle, likiditeleri nisbi olarak daha yüksek olan şirketlerin hisse senetlerinin IFC I Endeksi kapsamına alınmaları sağlanmış olmaktadır.

Yukarıdaki işlemler, bir hisse senedinin ilk kez IFC I Endeksi'ne dahil edilmesinde dikkate alınmaktadır. Piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek değişikliklere bağlı olarak, hisse senetlerinin zaman içerisinde yeniden değerlendirilmeleri mümkündür.

3. Gelişen Piyasalarda Finansal Krizlerin Bulaşma Etkisi

1990'ların başından bu yana art arda yaşanan krizler, teknolojik ilerlemelerin yardımı ve ekonomilerin birbiriyle daha entegre olmasının bir sonucu olarak, sadece çıktığı ülkeyle sınırlı kalmayıp tüm dünyada yakından hissedilmiş ve diğer ülkelere de aktarılmıştır. Asya krizi, 2 Temmuz 1997'de Tayland'da para birimi 'baht'ın devalüe edilmesi ile patlak vermiştir. Bu tarihte, uygulanmakta olan sabit kur politikası terkedilmiş ve baht dalgalanmaya bırakılmıştır. Tayland'da yaşanan bu gelişme, başlangıçta ne uluslararası finansal piyasaları ne de uluslararası kuruluşları endişelendirmemiştir. Tayland'da başlayan bu krizi dünyanın gündemine taşıyan ve global bir krize dönüştüren, bu krizin önce komşu ülkelere, sonra tüm bölgeye ve daha sonra da tüm dünyaya yayılmasıdır. Bu olgu finans literatüründe "contagion" yani bulaşma olarak ifade edilmektedir.

Bir ülke hisse senedi piyasasındaki çalkantının, dünyada yer alan çeşitli büyüklük ve yapıdaki piyasalar üzerinde önemli etkileri olduğu, Ekim 1987 ABD, Aralık 1994 Meksika ve 1997 Asya krizleri sırasında ve sonrasında açık olarak gözlenmiştir [Forbes ve Rigobon, 2001:2]. Makroekonomik dengeleri sağlam olan ekonomilerin bile duyarsız kalamadığı bu bulaşıcı krizlere karşısında, ekonomik ve politik açıdan çok sayıda yapısal probleme sahip gelişmekte olan ülkeler ise her an yeni bir iç veya dış kaynaklı şok olasılığı ile yüz yüze kalmakta ve çıkan krizlerden büyük zarar görmektedirler. Çalışmanın bu bölümünde önce gelişen piyasaların taşıdıkları riskler ele alınacak, sonra gelişen piyasalarda yaşanan krizlerin bulaşma etkisi üzerinde durulacaktır.

3.1. Gelişen Piyasalarda Riskler ve Kaynakları

Gelecekte beklenmeyen olumsuz durumların ortaya çıkma olasılığını ifade eden risk kavramı ile ilgili çeşitli tanımlar bulunmaktadır. Buna göre risk, toplam yatırımın getirisindeki standart sapma oranı ile ölçülür ve beklenenden az getiri oluşması veya zarar etme olasılığını ifade etmektedir. Finansal risk ise, piyasa katılımcısının nakit akışının finansal yükümlülüklerini karşılayamayacak hale gelmesidir [Toraman, 2001:2].

Genelde riskin temelde iki ana bileşeni bulunmaktadır. Bunlar; sistematik (sistemik) risk ve sistematik olmayan risktir [Aşıkoğlu ve Çelikkol, 2001:1]. *Sistemik riskler*, ekonomik, sosyal ve politik alanlardaki değişkenliklerden kaynaklanan, yatırımcıların çeşitlendirme ile kontrol edemedikleri, ancak özellikleri ve zaafı doğrultusunda farklı derecelerde etkilendikleri risklerdir. Sistemik riskin unsurları; döviz kuru riski, faiz oranı riski, satınalma gücü riski, piyasa riski ve politik risk olarak sıralanmaktadır. *Sistemik olmayan riskler*, yatırımcıların kendine veya içinde bulunduğu sektöre özgü olan, çeşitlendirme yoluyla kısmen elimine edilebilen risklerdir. Bu risk grubunun kaynağı olan riskler finansal risk, faaliyet riski, yönetim riski ve endüstri riskidir.

Gelişmekte olan bir ülke için, istikrarlı davranış gösteren gelişmiş piyasalara kıyasla her iki temel risk unsurunun da yüksek olduğu bir gerçektir. Üstelik son yıllarda yaşanan krizlerden edinilen tecrübeler göstermiştir ki; gelişmekte olan ülkeler krizlere karşı daha kırılğandır ve krizlerden daha fazla olumsuz etkilenmektedirler.

Uluslararası yatırımlar açısından, gelişen piyasalar önemli fırsatlar sağlamakla beraber, bu piyasalar genel olarak ekonomik ve politik belirsizliğin yüksek olduğu piyasalardır. Son dönemde yaşanan krizlerin çoğu gelişen piyasalarda ve para krizi olarak yaşandığı düşünülürse, gelişen piyasalara yatırım yapan uluslararası yatırımcılar açısından riskin ne kadar önemli olduğu anlaşılabilir. Uluslararası yatırımlarda risk üç ana unsurdan oluşmaktadır: global risk, ülke riski ve mikroekonomik risk [Tezcanlı ve Diğ., 1994:31].

- **Global Riski:** Dünya piyasalarını geniş kapsamda etkileyen her türlü olay global riski oluşturur. Global riskin en iyi göstergesi uluslararası nitelikteki finansal araçların getirilerindeki değişimler ve uluslararası öneme sahip malların arz ve talep dengelerindeki değişimlerdir.
- **Ülke riski:** Ülkenin politik ve ekonomik risklerinden oluşur. Ülke riskinin değerlendirilmesinde dört ölçüt kullanılmaktadır [a.g.e., s. 33-34]. Bunlar; bütçe açıkları/gayrisafi milli gelir oranı ile ölçülen fiskal

risk; eğer bir ülkede kontrollü döviz kuru uygulanıyorsa döviz kuru riski; yabancı kaynakların tüketime aktarılması riski ve ülkenin doğal, finansal ve işgücü kaynaklarının yeterliliğidir.

- Mikroekonomik Risk: Bu risk grubu, şirketin içinde yer aldığı endüstri riski ve firma riskinden oluşmaktadır.

Uluslararası yatırımcılar açısından, global risk sistematik riski oluştururken; portföy oluşturulurken seçilen ülkenin riski ve buna bağlı olarak yatırım yapılan firmanın riski birlikte sistematik olmayan riski oluşturmaktadır [Doğukanlı, 1997:73-74].

Uluslararası finansal işlem yapan finansal kurumlar maruz kalabilecekleri üç tür riske karşı özellikle dikkatli olmak zorundadırlar. Bu riskler; döviz kuru riski, satın alma gücü riski ve takas riskidir.

- **Döviz Kuru Riski:** Gelişen piyasalarda yatırım yapan uluslararası yatırımcı açısından, özellikle döviz satıp yerli menkul kıymetlere yatırım yaptıklarında, devalüasyon olasılığının varlığı, döviz kuru riskinin önemini artırmaktadır. Sabit getirili araçlara yatırım yapanlar açısından ise faiz oranı riski daha önemlidir. Global yatırım açısından döviz kuru riski portföy kapsamında değerlendirilir [Errunza ve Losq, 1987:63]. Döviz pozisyonları, fiyat hareketleri çok fazla olan diğer spekülasyon yatırım araçları gibi, üzerinde işlem yapan kurumların mali durumlarını zora sokabilmekte ve bu kurumları iflas riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Örneğin, son Asya Krizi bu duruma iyi bir örnektir. Krizde birçok ülke parasını %80'lere varan düzeylere devalüe etmiştir [Alp, 2000:172]. Yatırımcıların özellikle döviz kuru riskinden, çeşitli türev ürünler vasıtasıyla kaçınmaları mümkündür. Kur riskinden korunmanın etkinliği, yatırımdan beklenen getiriye azaltmadan riski azaltabilme derecesi ile doğru orantılıdır. Bu karar üzerinde öncelikle, döviz kurunun tahmin edilebilirliği etkili olmaktadır. Eğer, yatırım yapılan ülkenin para biriminin diğer para birimleri karşısında değişimi yatırımcılar tarafından tam olarak tahmin edilebiliyorsa korunma yöntemlerinin uygulanmasına gerek yoktur. Ancak, döviz kurularının her zaman ve koşulda tam olarak tahmini mümkün değildir. Bu durumda yurt dışı yatırımların döviz kuru riskine karşı korunması gereklidir. Özellikle, yatırım yapılan ülke parasının yatırımcının ülkesinin para birimi karşısında değer kaybetmesi bekleniyorsa korunma gereklidir. Aksi durumda korunma, getiriye azaltıcı etki yapmaktadır [Balaban ve Candemir, 1995:57-58]. Sonuç olarak, iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde döviz kuru riskinin aktif yönetimine ihtiyaç yoktur [Errunza ve Losq, 1987:63].

- **Politik Risk:** Gelişen piyasalar açısından diğer önemli risk, politik risktir. Gerçi, hükümetlerin ekonomiye müdahaleleri azalma eğilimi göstermekle birlikte, sermaye akımlarına engel veya vergi konulması, döviz kontrolleri ve devletleştirme riskleri, bazı gelişmekte olan ülkelerde hala önemli bir risk kaynağıdır. Yatırımcılar politik istikrarsızlık olan yerden kaçarlar. Çünkü, bu riskle mücadele daha sistematik mücadele gerektirmektedir. İyi çeşitlendirilmiş bir portföy açısından dışsal bir şok sebebiyle ortaya çıkan politik risk, içsel güçlerle birleşen risklerden daha büyük sistematik risk ortaya çıkarmaktadır [a.g.e., s. 64]. Uluslararası finansal kuruluşların karşılaştıkları politik risk kapsamında değerlendirilebilecek olan diğer bir risk türü de transfer riskidir. *Transfer riski*, finansal kurumun, alacağı olan tarafın ülke merkez bankasının ulusal paranın dövize çevrilmesine engeller koyması (veya doğrudan yasaklaması) nedeniyle gerekli ödemeyi yapamaması, yani alacaklı kurumun alacaklarını tahsil edememesi nedeniyle iflas riski ile karşı karşıya kalmasını ifade etmektedir [Alp, 2000:172].
- **Uluslararası Takas Riski:** Bu risk, gerek piyasalar arasındaki saat farkı ve gerekse takastan kaynaklanacak herhangi bir nedenle finansal kurumların alacaklarını zamanın tahsil edememesi ve buna bağlı olarak kendi yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunu ifade etmektedir. Bilindiği gibi, finansal kurumların iflas riski ile karşı karşıya kalmaları için geçici likidite soruna sahip olmaları da yeterlidir. Yoksa, ilgili kurumların orta ve uzun vadedeki mali dengelerinin ne kadar sağlam olduğu, kısa dönemde bir anlam ifade etmeyebilir [a.g.e., s. 172-173].

Gelişen piyasalarda temel kaygı, bir risk kaynağı olmakla birlikte bu piyasaların kısa dönemde gösterdiği yüksek volatiliteye sahip olması değil; piyasa duyarlılıklarında ani değişme ihtimalinin, önemli derecede sermaye akımını terse çevirmesi ve piyasa fiyatlarında keskin düzeltmelere yol açmasıdır. Salgın nitelikli olabilen bu gibi düzeltmeler ilgili ülkenin hisse senedi piyasasına ve daha genel çerçevede finansal sektörleri için ciddi sonuçlara neden olabilmektedir [Feldman ve Kumar, 1995:182].

Globalleşmenin ve ulusların karşılıklı yaşama mecburiyetinin kaçınılmaz bir süreç olarak benimsendiği günümüz dünyasında, özellikle gelişmekte olan ekonomiler için olağan addedilen finansal krizlerin son zamanlarda aldığı yapısal ve bulaşıcı hal dikkat çekici olmaya başlamıştır. Hem finans hem de reel sektörde çeşitli şiddetlerde etkisini gösteren gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki mali krizlerin, özellikle bulaşıcı etkisi nedeniyle dünya coğrafyasında hızla ilerleyerek, yeni çöküş ve finansal yıkımlara yol

açmaktadır. Asya Kaplanları'nı bütün dünya ve IMF'nin gözleri önünde dizginleyen sistemik risk temelli krizlerin bulaşma özelliği nedeniyle Rusya ekonomisine sığması, hem araştırmacı hem de uygulamacıları sistemik risk ve sistemik riskten kaynaklanan krizler konusunda çalışmaya itmiştir [Kayacan ve Gürbüz, 2001:6].

3.1.1. Sistemik Risk

Son dönemde birbirini izleyen bu kadar çok finansal krizin yaşanması, araştırmacıları krizlerin anlaşılması konusunda *sistemik risk* konusuna odaklanmasına yol açmıştır. Sistemik risk kavramı, öncelikle finansal sistemin herhangi bir unsurunda yer alan her türlü ödeme sisteminde tarafların edimlerini yerine getirmemelerinden kaynaklanan riskleri ifade etmek için kullanılmaktadır. Bir tanım yapmak gerekirse; sistemik risk, piyasalarda mevcut olan risk elemanlarından biri ve/veya birçoğundan kaynaklanan ve bulaşma etkisi ile sistemin tümünü etkileyerek krize dönüşen olumsuzluklara neden olan risk türüdür. Sistemik kriz ise, ekonomik bir sistemin çalışmasını ciddi biçimde bozarak, finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli fonksiyonlarını felce uğratan bir şok olarak tanımlanabilir [a.g.e., s. 8].

Finansal sistemik krizler, finansal piyasalarda ortaya çıkıp oradan ekonomik sisteme yayılan ve finansal sistemin fonksiyonlarını işlemez hale getiren krizlerdir. En genel anlamda finansal sistemik krizin çıkması olasılığını ifade etmekte ve finansal piyasalarda ve finansal kurumlarda yaşanan, tüm finansal sisteme yayılabilecek ve sonuç olarak ödemeler sistemini ve sermaye hareketlerine aracılığı tehlikeye sokacak potansiyele sahip riski anlatmaktadır [Alp, 2000:265].

3.1.2. Gelişen Piyasalarda Finansal Krizler

Sermayenin globalleşerek hareket kazanması, faiz giderlerini karşılayacak mal ve hizmet üretimi yapılmadığı, yani reel kesimin de parasal kesime uyumlu olarak gelişmediği sürece yapısal dengesizliklerin ve daha derin finansal krizlerin ortaya çıkması kaçınılmaz gözükmektedir [Tunca, 1998:34]. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra, gelişmekte olan ülkelerin sık sık krize girdiği görülmektedir. Gelişmiş ülkeler, krize girse de bu krizlerin gerek sayısı, gerekse ekonomilere etkisi daha küçüktür. Bunun temelindeki sebebi, bu ülkelerin finansal yapılarındaki farklılıklardır. Gelişmiş ülkelerde düşük enflasyon geçerlidir ve bunun sonucu olarak bankalar, uzun vadeli ve sabit faizli borç sözleşmelerine ve yabancı para üzerinden çok az yükümlülüklerle sahiptirler. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon yüksek ve değişken; vadeler kısa ve yabancı para üzerinden yükümlülüklerin düzeyi

yüksektir. Bu yapı geliştirmekte olan ülkeleri, ortaya çıkacak yeni riskler karşısında hassas hale getirmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin hızlı büyüme performansı yakalamak için, yabancı kaynak kullanmaya muhtaç olmaları, bu ülkeleri zaman zaman krizlere taşımaktadır. Geçmişte ödemeler dengesi krizi ve borç krizi olarak ortaya çıkan sorunlar, daha sonra para ve bankacılık krizleri şeklinde ortaya çıkmaya başlamıştır [Tuncer, 2001:42]. Gelişen piyasalarda gerçekleşen krizlerin kısaca tanımlanmasında fayda vardır.

- **Dış Borç Krizleri:** Bir ülkenin dış borçlarını, ister kamu ister özel kesim dış borcu olsun, ödeyememe durumudur [Yay ve Diğ., 2001:21].
- **Para Krizleri:** Döviz kurunu çeşitli nedenlerle sabit tutan ekonomilerde, yabancı paraya aynı anda hücum olarak nitelendirilebilecek spekülasyon bir atak sonucu ortaya çıkan yüksek oranlı bir devalüasyon ve bunun ekonominin bütünü üzerindeki yıkıcı etkiler yapmasıdır [Tuncer, 2001:42].
- **Bankacılık Krizleri:** Bankaları, yükümlülüklerini yerine getiremeyip ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda; mevduatlarının kendilerine ödenemeyeceği algı ve korkusu nedeniyle mudilerin bir ya da daha fazla bankadan kaçışları/panikleri durumunda; veya hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtarmaya ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlarda veya geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı altında ortaya çıkabilir [Caprio, (1998)'den aktaran Yay ve Diğ., 2001:21].
- **Finansal Krizler:** Reel ekonomi üzerinde büyük yıkıcı etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasalardaki çöküşlerdir. Finansal krizler, banka veya banka dışı finansal kesim şirket veya şirketlerin borç problemlerini içerir. Bazen bankacılık kesimine ilişkin bir ödeyememe durumundan kaynaklanabilir veya tersine bir bankacılık krizini teşvik eder. Çoğunlukla varlık aktif fiyatlarında çöküşle belirginlik kazanır.

Finansal krizlerin çıkışını hazırlayan birçok neden olabilir. Kaynaklandığı nedenler açısından finansal krizlerin türleri Radelet ve Sachs (1998) tarafından beş kategoride tanımlanmıştır [Alba ve Diğ., 1998: 9]:

1. Makroekonomik Politikanın Neden Olduğu Finansal Krizler: Esas olarak finansal krizler, tutarsız makroekonomik politika uygulamalarının bir sonucudur. Bu, Krugman (1979)'ın ödemeler dengesi krizi tipini de kapsar. Bu tip krizde, Obstfeld (1986 ve 1996)'in kendi kendini besleyen kriz tipinde olduğu gibi, merkez bankasının döviz kuru hedefi ile uyumlu

olmaması sonucunda iç kredilerin genişlemesi ile döviz kurları çöker. Bu çerçevede, makro politikaları muhtemelen ilk başta planlanan politikalar ile tutarsız hale getiren bazı yapısal zayıflıkları da içermektedir.

2. Finansal Panik: Ülke; özellikle kısa vadeli kreditorlerin, döviz likiditesinin büyük bir kıtlığı ile ülkeden ayrılarak, ansızın ülkeden geri çekilmesi ile bankalara olan mevduat çekme saldırısı denk bir zamana düşer. Geri çekilme kreditorlerin herbiri için rasyonel olabilir. Çünkü, kreditorler arasında koordinasyon eksikliği vardır ve her bir birey diğerlerinin kendisinden önce hareket etmesinden korktuğu için, ilk harekete geçen olma güdüsüne sahiptir.

2. Bir Balonun Sönmesi: Blanchard ve Watson (1982)'da belirtildiği gibi, kendi kendine rasyonel bir dengeye gelen, fakat bununla birlikte sonradan bu dengenin irrasyonel olduğu anlaşılan, ta başından itibaren pozitif bir sönme olasılığına sahip olan bir spekülasyon balonunun sönmesi de finansal krizlere neden olmaktadır.

4. Moral Risk Krizi: Borçları için hükümetten örtülü veya açık garantiye sahip oldukları için borçlanabilen veya aşırı borçlanan, yetersiz sermayeye sahip ve/veya yeterince denetlenmeyen banka ve diğer finansal kuruluşların aşırı yüksek riskli yatırım yapmalarının doğurduğu krizlerdir (Akerlof ve Romer, 1993). Yerli kreditorler gibi yabancı kreditorler de, hükümet veya uluslararası finansal kuruluşların kendilerini kurtaracaklarına inandıkları için, bu riskli tutumu benimserler. Krugman (1998), bu yaklaşımı Güney Asya krizine uygun görmektedir.

5. Yetersiz Düzenlemeler: Bir şirketin likidite problemine düşmesi durumunda (likidite problemini aşmak için yardıma koşacak bir yapılaşmayı da içeren) yerel bir iflas sisteminin yokluğunun sonucu olarak, şirket varlıklarının talan edilmesi durumudur (Sachs, 1994a, 1994b; Miller ve Zhang, 1997). Uluslararası bir likidite probleminde, hakların yeniden organize edilmesinin araçları olmaması, zincirleme olarak diğer hak sahibi kurumların varlıklarını eritecek ve bir krizi yaratacak sonuçlar doğurur.

3.1.3. Finansal Krizleri Açıklayan Modeller

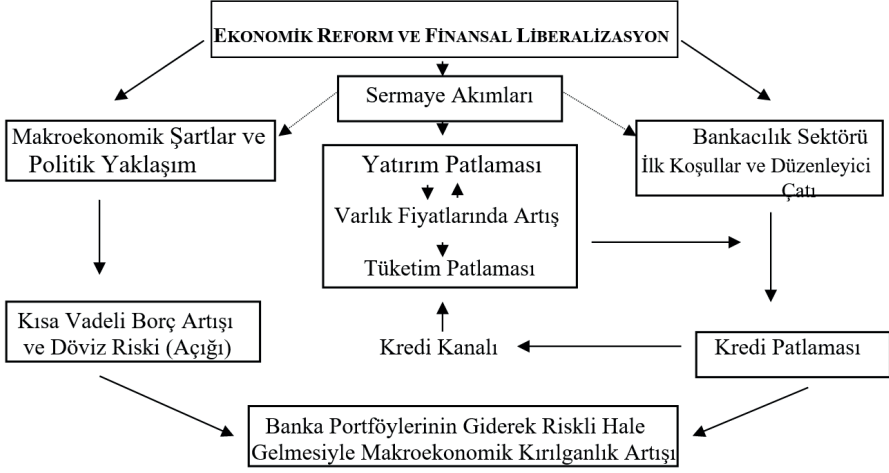
Bir ekonomide yanlış ekonomi politikaları ve bunun sonucunda ortaya çıkan kamu açıklarının, cari işlemler açığının ve tasarruf açığının artması gibi ekonomide meydana gelen yapısal bozulmalar, finansal krizlerin çıkmasının esas nedenleridir [Sayılğan, 2000:31]. Ne var ki, 1990'lardaki krizler birbirleriyle pek çok ortak özelliği paylaşırsa da, hiç bir kriz birbirinin aynı olmadığından, açıklayıcı teorik modellerin sınırlı kaldığı doğrudur. Teorik modeller eksik ve yetersiz kalsa ve krizlerin nedenleri konusunda

bir uzlaşmaya varmasalar da, her biri krizlerin farklı bir boyutuna dikkat çektiği için, gelmekte olan bir krizin mümkün semptomlarının ne olduğunu anlamaya yardımcı olmaktadır [Yay ve Diğ., 2001:23]. Finansal krizlerin nedenlerini açıklamaya yönelik iki temel yaklaşım mevcuttur [Alp, 2000:265].

3.1.3.1. Finansal Zayıflık (Financial Fragility) Yaklaşımı

Bu yaklaşımı savunanlara göre sistemik risklerin birçok nedeni vardır. Bunlar genel olarak; ekonomik büyüme dönemlerinde borç yüklerinin artması, şirketler kesiminin ve finansal kurumların likiditelerinin azalması ve kurumsal ve mevzuatla ilgili yapıdaki değişikliklerdir. Diğer bir ifadeyle, makroekonomik ve siyasi değişimler yatırım kararlarının verildiği ortamı iyimserleştirir. Mevcut iyimserlik, yatırım malları ve nihai ürünlerin fiyatlarının yükselmesine ve borçlanma imkanlarının artmasına sebep olur. Yükselen fiyatlar, daha sonra finansal yükümlülüklerin reel değerini azaltır. Kişi ve kuruluşlar daha fazla borçlanma eğilimine girer. Bu döngü, aynı zamanda paranın dönüş hızını da arttırır. Böylece, faizler oldukça yüksek noktalara çıkar ve borçlanmış olan kesimler vadesi gelen kısa vadeli borçlarını daha yüksek faizli borçlarla çevirirler. Finansal kurumlar arasındaki rekabet de, bu kurumların daha düşük marjlarla kredi vermesine yol açar. Sonuç olarak belirli şirketler aşırı borçlanmaları nedeniyle likidite sorunuyla karşı karşıya kalırlar. Sorun piyasa katılımcıları tarafından fark edildiğinde, herkes elindeki aktifleri likit hale getirmeye başlar ve finansal kurumlar likidite krizini gördüklerinde kredi vermeyi durdururlar. Tüm bu gelişmeler sistemik krizle sonuçlanır. Finansal kırılganlık yaklaşımını Güney Asya krizine uygulayan bir çalışmada, kırılganlığın ortaya çıkması ve nedenleri sıralanmıştır [Alba ve Diğerleri, 1998:11]:

- Finansal sektörün kırılganlığında, kurumsal ve düzenleme zaafiyetleri gibi ahlaki risk ve güdü problemleri,
- Şirketlerde yönetim ve şeffaflık zaafiyeti,
- Mantıksızca borçlanma hırsı.



Şekil 3.1 Kırılganlıkta Artış ile Sonuçlanan Kendi Kendini Besleyen Dinamikler [Alba ve Diğ., 1998:34]

Finansal kırılganlık olarak ifade edilen bu zaafiyetlerin başlıca göstergeleri aynı çalışmada aşağıdaki gibi sıralanmıştır [a.g.e., s.11]:

- Genişleyen açıklar, verimlilik ve ihracat artışında yavaşlama,
- Krediler ve varlıklarda şişme ve artan biçimde riskli sektörler açığa hale gelme ile beraber, bankacılık sektöründe artan kırılganlık,
- Yüksek kaldıraçlar,
- Döviz ve vade uyumsuzlukları, ki bazı ekonomileri sermaye kaçışına karşı aşırı derecede kırılganlaştırmaktadır.

Şekil 3.1'de, dışa dönük finansal liberalizasyon süreci ve onun desteklediği özel sermaye akımlarındaki yükselişin, yerel piyasada iş çevrimlerine etkileri ve sağlanan ilave likidite ve yatırım motivasyonunun bankacılık ve diğer iş çevreleri üzerindeki kendi kendini besleyen dinamikleri yer almaktadır. Böyle bir ortamda, bankalar ve banka dışı kurumlar daha fazla kredi kullandırma eğilimine girmekte, varlık fiyatları artmaktadır. Sürecin devam etmesi, işletmeler ve bankaların kırılganlığını daha da arttırmaktadır.

3.1.3.2. Parasal Yaklaşım

Bu yaklaşım, finansal krizlerin bazı bankaların mali durumlarının bozulduğunun (teknik olarak iflas ettiklerinin) duyulması üzerine ortaya çıkacak banka paniklerinden (yani herkesin mevduatını kapatmak üzere bankalara hücum etmesinden) kaynaklanacağı tezini ortaya atmaktadır.

Mevduat sahiplerinin hesaplarını kapatıp paralarını çekmek için bankalara yönelmesi, olayın büyüklüğüne göre bankaların mudilere ödeme yapmamasına yol açabilecek ve sonuçta bankalar, yalnız mudilerin değil, şirketler kesiminin de ödemelerini yapamayacak ve böylece olay sistemik krizle sonuçlanacaktır. Sistemik krizle sonuçlanabilecek bu tür banka panikleri, bazı bankaların gerçekten iflas durumunda olmasından kaynaklanabileceği gibi, sırf söylentilerden de kaynaklanmış olabilir. İkinci tür durumlardan kaçınabilmek için kamuyu aydınlatma sisteminin çok iyi çalışması gerekmektedir.

Krizleri açıklamada en çok bilinen bu iki yaklaşımın yanısıra, başka yaklaşımlar da vardır. Bu yaklaşımlar arasında, ‘rasyonel bekleyişler’, ‘ekonomik belirsizlik’, ‘kredi derecelendirmesi’, ‘asimetrik bilgi’, ‘acenta maliyeti’ [a.g.e., s.266] ve ‘bulaşma (sirayet/yayılma) etkisi’ [Yay ve Diğ., 2001:27] sayılabilir.

1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde çıkan ve etkileri sadece çıktığı ülkeyle sınırlı kalmayıp, diğer gelişmekte olan ülkelere yayılan krizler (1997 Asya Krizi ve Rusya Krizi) tüm dünyada kaygıların artmasına neden olmuştur. Aynı zamanda krizlerin bulaşıcı özelliğinin nedenleri ve kanalları araştırmacıların ilgisini çekmiş, çok sayıda araştırmanın konusunu oluşturmuştur. Çalışmanın bundan sonraki kısmında finansal krizlerin bulaşma etkisi üzerinde durulacaktır. Gelişen piyasa krizleri üzerinde bireysel olarak durulmayıp, bulaşma etkisi açıklanırken yeri geldikçe temas edilecektir.

3.2. Genel Olarak Finansal Piyasalarda Bulaşma Etkisi

Ekonomilerin artan biçimde küreselleşmesi, krizlerin sınır ötesine yayılmasına yol açmıştır. Bulaşma, uluslararası finasta oldukça yeni bir kavramdır. Her bir krizi takiben, uluslararası finans alanındaki araştırmalar bu krizlerin gerçek nedenlerini daha derinden araştırmaya yönelmektedir [De Gregorio ve Valdes, 2000:1]. Finansal krizlerin gelişen ülkelere arasında yaygınlık kazanmasının ve sadece birkaç ay önce analistler ve uluslararası kuruluşlar tarafından övülen politikaları ve sağlıklı görünen temellerin sarsılmasıyla ülkeleri derinden etkilemesinin bir sonucu olarak, ekonomistlerin bulaşmaya ilgisi 1990’ların ikinci yarısında hızla artmıştır.

Esasen, finansal şokların yayılması yeni bir olgu değildir. Yeni ve sürpriz olan, belirli bir ülkede başlayan şokun, çok uzak ve şokun çıktığı ülkeyle büyük ölçüde ilişkisi olmayan başka ülke veya ülkelerde ciddi ve beklenmeyen etkiler yapabilmesidir. Bu durumu, Rusya Krizi yaşanırken Meksika Hazine Sekreteri’nin şu sözler çok güzel anlatmaktadır [Edwards, 2000:1-3]: “Meksika’nın % 90’ı Duma’yı ve her an birlikte yaşadıkları döviz kurlarını ve

faiz oranlarını belirleyen Kiriyenko, Chernomydrin ve Primakov gibi isimleri duymamışlardır”.

Gelişen piyasaların, son yıllarda daha sık bulaşıcı finansal krizlere maruz kalmasının daha önce belirtilen nedenleri yanında, bu piyasaların finansal entegrasyonunun derecesi de belirleyici bir faktördür. Eğer bir ülke, global finansal piyasalara veya bir bölgedeki ülkelere ait finansal piyasalara sıkı biçimde entegre olmuş ise, bu piyasalardaki varlık fiyatlarını belirleyen ve diğer ekonomik değişkenlerle birlikte hareketini sağlayan mekanizma, finansal piyasalardır. Daha yüksek finansal piyasa entegrasyonu derecesinde, genel bir şok veya başka bir ülkede olan reel bir şokun bulaşıcı etkileri daha yoğun olacaktır. Buna karşılık olarak, finansal olarak entegre olmayan ülkelerin (sermaye kontrolleri veya uluslararası finansmanı az kullanmaları nedeniyle) bulaşmaya karşı bağışık olduğu ifade edilebilir [Dornbusch ve Diğ., 2000:6]. Bu anlamda entegre finansal piyasalar, reel veya genel şokların yayılmasını kolaylaştırmaktadır, ancak bulaşmanın sebebi değildir. Nitekim, yaşanan liberalleşme süreci sonrasında gelişen piyasaların hem bir birleriyle, hem de uluslararası finansal piyasalarla entegrasyonunun artış göstermesi, gelişen piyasalarda finansal krizlerin bulaşıcılığına neden olmuştur.

3.2.1. Finansal Bulaşmanın Kapsamı ve Gelişen Piyasalara Etkileri

1990'lardaki krizlerin dikkat çeken bir özelliği, meydana gelişlerindeki zamanlama ve ilişkili ülkelerin temellerinden bağımsız görünen şiddetleridir. Örneğin, temellerinde iyileşmelere rağmen, sonradan ortaya çıkan yatırımcı güven kaybı ve döviz kurunun çökmesi ile Meksika kendini bir anda dış borçlarına karşı iflasın sınırında bulmuştur. Hatta, krizler belli bir ülkede başladı mı, bu ülkeyle özellikle güçlü ticari ve sermaye akış bağları olmayan ülkelere de yayılmıştır [Akçay ve Zenginobuz, 2000:2].

Bu durum, Meksika krizinin Arjantin ve Brezilya'ya bulaşmasında, veya son Doğu Asya ülkelerinde başlayan krizin Rusya'ya bulaşmasında gözlenmiştir. Rusya'nın öncülük ettiği borçlarını ödememe süreci global finansal piyasalara olan güveni buharlaştırmıştır. Bu hengame, daha sonra gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarını vurmuş ve birçok finansal enstrümanın fiyatlamasında dramatik değişikliklere yol açmıştır. Söz konusu çalkantılar, kamu kesimi borçlarını döndürebilme yeteneği hakkında büyük belirsizlikler olan Brezilya'yı etkilemiş, sonra geri kalan Latin Amerika gelişen piyasaları ve diğerlerine yayılmıştır. Örnek olarak, Brezilya ve Türkiye 1997'den 1999'a kadar, temellerinde iyileşme sağlamalarına karşın Rusya bulaşması, bu iyileşmeleri kolaylıkla bozmuş ve iki ülkeyi sırasıyla 1999 ve 2000 yıllarında ciddi bir kriz durumuna itmiştir. Rusya'dan izole edildiğinde her iki ülkenin temelleri de, ciddi bir kriz durumunu gerektirmemektedir [a.g.e., s. 9-10].

Asya krizinden önce uluslararası sermaye piyasalarının oynaklıklarının yüksek olmasına karşın (Aralık 1994'te Meksika devalüasyonunu takip eden başlıca Latin Amerika ülkelerini etkileyen Tequila etkisinde olduğu gibi) finansal bulaşma konusu hem gelişmiş hem de gelişen ekonomilerdeki politika yapıcılar tarafından tam bir dikkatle ele alınmamıştır. Güney Asya krizi ve 1998'de Rusya ve Latin Amerika sıçramasından sonra, politik çevrelerde uluslararası sermaye piyasalarında aşırı dalgalanma kavramı daha geniş ölçülerde kabul görmüştür. 1994'teki Tequila salgını ve Meksika krizinden bu yana finansal bulaşmanın sebeplerinin teşhisi ve analiz edilmesine ilişkin araştırmalar Güney Asya finans krizi ile canlanmıştır [Dornbusch ve Diğ., 2000:3].

Yayılanın kendisi tartışılmayacak kadar açık bir olgu iken; yayılmanın yapısı, ortaya çıkması ve ne anlama geldiği üzerinde soru işaretleri devam etmektedir [Eichengreen ve Diğ., 2000:1-2]. Bulaşma olgusunun iyi anlaşılabilmesi, ekonominin optimize edilmesi ve bulaşıcı şokların yatıştırılmasının sağlanması açısından çok önemlidir [Valdes, 1997:4].

3.2.2. Bulaşma Etkisinin Tanımlanması

Ekonomi literatüründe bulaşmayı tanımlamanın, şokların ülkeler arasında yayılmasını da kapsayan çok sayıda yolu vardır ve bulaşmayı ifade edecek mükemmel bir tanım üzerine derin bir tartışma halen devam etmektedir. Örneğin, Eichengreen ve Rose (1999) ve Kaminsky ve Reinhart (1999)'ye göre, başka bir yerdeki bir krizin bir ülkede kriz çıkma olasılığını arttırdığına ilişkin bilgi olduğunda bulaşma ortaya çıkmaktadır. Bu geniş tanım sınırlandırmak amacıyla; bulaşmayı bir şokun uluslararası çapta yayılmasının, olay öncesinde beklenen düzeyinden daha fazla miktar ve büyüklükte olması durumu olarak tanımlanmaktadır [Edwards, 2000:5]. Bir başka tanımda bulaşma, genelde piyasa çalkantılarının bir ülkeden diğerine, döviz kurlarında, hisse senedi piyasalarında ve faiz oranlarındaki hareketler yoluyla gözlemlenen yayılmasını kapsamaktadır [Park ve Song, 2000:4].

Bir çalışmada ise, basit olarak krizden önceki koşullar veya genel şoklar tarafından açıklanamayan, krizden zarar gören piyasaların ortak hareketi üzerinde durulmuş ve bulaşma, birbirine bağlı olma ve ortak hareketleri ifade etmek için kullanılmıştır. Ancak, büyük yaygın şoklar ile bulaşmayı tanımlamada dikkatli olmak gerekir. Kriz dönemleri seçildikten sonra da, kriz dönemlerinin sakin zamanlardan esasen farklı bir yapısının olup olmadığının sıkı bir şekilde karşılaştırılmaması, bulaşmanın kriz dönemlerine özel bir olgu olduğu ve bulaşmanın basit olarak piyasaların birbiriyle ilişkili olmasından farkı konusunda kuşkuya neden olur [De Gregorio ve Valdes,

2000:2]. İstikrarlı dönemde yüksek derecede birlikte hareket gösteren iki piyasadan biri şoka girdikten sonra da piyasaların yüksek korelasyonları devam ediyorsa; bu bulaşma değildir. Bu tanıma uygun olarak, bulaşma sadece piyasaların birlikte hareketi şoktan sonra anlamlı şekilde artarsa ortaya çıkmaktadır. Birlikte hareket anlamlı olarak artmıyorsa, o zaman yüksek seyreden herhangi bir korelasyon, iki ekonomi arasında güçlü bağlantıları gösterir ki; bu durum dünyanın hemen her yerinde görülür ve karşılıklı bağımlılık (interdependence) olarak ifade edilir [Forbes ve Rigobon, 2001:2].

Finansal krizi tanımlamak için piyasa yorumcuları, “panik” kavramı yerine kısa vadeli işlem stratejisi izleyen yatırımcıların “riskten tiksinişi” ile ortaya çıkan piyasa tutumunu sorumlu tutmaktadırlar. Bulaşma; düşen fiyatların, likiditenin, artan oynaklık ve finansal araçların işlem yaptıkları piyasalardaki kendi etkileri ile ilgili artan korelasyonun bir piyasadan diğerine hızlı bir şekilde yayılması olarak tanımlanmaktadır [Kyle ve Xiong, 2000: 1].

Dünya Bankası ise, bulaşmayı üç farklı kategoride sınıflandırmaktadır [World Bank, 2001a:1]:

- **Geniş Tanım:** Bulaşma, şokların ülkeler arasında aktarılması veya genel anlamda ülkeler arasında yayılma (spillover) etkileridir. Bulaşma, iyi veya kötü dönemlerin her ikisinde de meydana gelebilir. Bulaşma, sadece krizlerle ilişkili bir olgu değildir. Ancak, kriz dönemlerinde üzerinde daha fazla durulmaktadır.
- **Sınırlı Tanım:** Bulaşma, şokların veya ülkeler arası korelasyonun, herhangi bir temel bir bağlantı veya genel şokun ötesinde diğer ülkelere yayılmasıdır. Bu tanım, aşırı ortak hareket olarak ifade edilmekte ve genellikle sürü davranışı yoluyla açıklanmaktadır.
- **En Dar Tanım:** Bu tanıma göre; normal dönemlerdeki korelasyona kıyasla, kriz dönemi boyunca ülkeler arasındaki korelasyon artarsa bulaşma ortaya çıkmaktadır.

Bulaşma, bir artık değer olarak da tanımlanmakta ve uluslararası şokların piyasa katılımcıları tarafından beklenen büyüklük ve miktarı aştığı durumu ifade etmektedir [Edwards, 2000:6]. Bulaşma, genelde döviz kurlarında, hisse senedi fiyatlarında, ülke riskinde ve sermaye akımlarında birlikte hareket yoluyla gözlenen bir süreç olarak, pazarda çalkantılarının (en çok da düşüş sürecinde iken) bir ülkeden (gelişen piyasa) diğerine yayılmasını ifade etmek için kullanılır. Bulaşma, değişik nedenlerden doğabilir ve kavramsal olarak iki kategoriye ayrılabilir [Dornbusch ve Diğ., 2000:4]:

İlk kategori, piyasa ekonomileri arasındaki normal birbirine bağımlılıktan ortaya çıkan yayılmaları vurgular. Bağımlılık, ister global isterse yerel

nitelikte olsun ülkeler arasında reel ve finansal bağlantılar sebebiyle şokların bulaştırılacağı anlamına gelir. Calvo ve Reinhart (1996), bu türden krizlerin yayılmasını “temellere dayalı bulaşma” olarak adlandırmışlardır. Ancak bir ülkede bir kriz dönemi boyunca normal bağımlılığı yansıttığı için, birlikte hareketin bu türünün bulaşmayı oluşturmadığı düşünülebilir. Ampirik çalışmaların çoğu, krizlerin bulaştırma mekanizmaları ve birlikte hareketlerin derecesini açıklamaya çalışmaktadır. Örneğin çalışmalar, bir paraya yönelen spekülasyonun, diğer ülkelere hangi şartlar altında ve nasıl yayıldığını, çok ve farklı olan değişik temel ilişkilere dayanarak belirlemeye çalışmaktadır.

İkinci kategori, makroekonomik ve diğer temellerdeki gözlenen değişikliklere bağlı olmayan ve münhasıran yatırımcıların veya diğer finansal araçların davranışlarının sonucu bir finansal krizin yayılmasıdır. Bu tanım altında bulaşma, ana temeller üzerinden açıklanamayan (yani, global bir şok ve birbirine bağımlılık yokken; şayet varsa global şok ve karşılıklı bağımlılık ve ayrıca temeller kontrol edildikten sonra) bir ortak hareket olduğunda ortaya çıkmaktadır. Bir ülkedeki kriz, yatırımcıları ekonomik temellerdeki farklılıkları ayırt etmeksizin yatırımlarını birçok pazardan geri çekmeye yönlerebilir. Bu tür bulaşmanın, finansal panik, sürü davranışı, güven kaybı ve riskten kaçınmada artışlar gibi “irrasyonel” olaylar tarafından ortaya çıkarıldığı sık sık ifade edilmektedir. Bu fenomen, bireysel olarak rasyonel olabilese de, toplumsallaştığı ölçüde irrasyonellik öne çıkmakta ve bir krize yol açabilmektedir.

3.3. Bulaşma Etkisinin Yayılma Kanalları

Finans dünyasında son 20 yılda çok çarpıcı gelişmeler yaşanmışken, ülkeler arasında bulaşma kanalları acaba bundan nasıl etkilenmiştir? Ana problem, krizlerin yayılmasındaki kanalları açık ve doğru biçimde ortaya koymaktır. Bulaşmanın gerçekleşebileceği muhtemel kanallar arasında en çok; ticari bağlar, direkt veya üçüncü bir piyasada rekabet, komşuluk etkisi, ticari veya finansal bağlantılar ve makroekonomik benzerlikler sayılmaktadır [De Gregorio ve Valdes, 2000:2].

Piyasalar arasındaki birlikte hareketlerin aşırı veya irrasyonel olup olmadığını belirlemek oldukça zordur. Bu nedenle, ülkelerin dalgalanmalar karşısında hassasiyetini ve bulaşmanın muhtemel taşındığı kanalları belirlemek konusunda ampirik çalışmalara iş düşmektedir. Yapılan ampirik çalışmalarda, ticari bağlar, bölgesel motifler ve makro benzerliklerin ülkeleri oynaklığa karşı hassas hale getirdiğini ortaya koymaktadır. Müşterek kreditorler ve uluslararası finansal merkezlerin ortaklığı nedeniyle ortaya çıkan diğer bağlantıların, oynaklığın belli bir ülkeden diğer ülkelere belli bir noktadan

geçirildiği mekanizmaları oluşturduğu belirlenmiştir. Bu mekanizmalar, bulaşma riski olan bu ülkeleri belirlemede yardımcı olmaktadır. Belirli finansal araçların eylemleri aracılığı ile ortaya çıkmış olan bulaşmayı da kapsayan salgın nitelikli şoklarda, kurumsal faktörlerin ve mikroekonomik şartların önemi ise daha az bilinmektedir [Dornbusch ve Diğ., 2000:3].

Dünya Bankası, potansiyel bulaşma kanalı bağlamında ülkeler arasındaki bağlantıları, önce rasyonel ve irrasyonel kanallar olarak sınıflandırmıştır. Rasyonel kanallar çerçevesinde temel bağlantılar, finansal, reel ve politik bağlantılar başlıkları altında ele alınırken; sürü davranışı, irrasyonel kanalı oluşturmaktadır. Daha genel bir değerlendirmede sürü davranışı, yatırımcı davranışının bir alt kolunu oluşturmaktadır. Yatırımcı davranışı ise, rasyonel ve irrasyonel olabilmektedir.

Literatürde araştırmaların bir kısmı, bulaşmayı gerçek bağlantılarla açıklarken, bazıları finansal gerekçeler öne sürmektedir. Bir kısmı da, son zamanlarda yaşanan bulaşma olaylarını anlamının anahtar elemanının, sürü davranışı olduğunu ileri sürmektedirler. Krizlerin ülkeler arasında yayılmasında, belirli faktörlerin etkili olduğu gösterilebilirse de, görece olarak hangi faktörün daha önemli olduğunu belirlemek daha da zordur.

1994 Meksika devalüasyonu anlamlı bir bulaşma sergilemezken, 1982 borç krizinin 1997 Asya krizi kadar bulaşıcı olduğu belirlenmiştir. Bu bulgu, daha önceki deneyimlerden bulaşıcı olduğu kabul edilen ve 21. yüzyıl krizleri olarak isimlendirilen krizlerin analiz edildiğinde, yayılma mekanizmaları benzerlik göstermektedir. Belki krizlerin nedenleri değişmektedir, fakat aracılığıyla yayıldığı kanallar aynı kalmaktadır. Krizler genel şoklar tarafından tetiklendiğinde, ülkeler arasında yayılma kanalları bölgesel içeriklidir ve ülkelerin ticari ve makroekonomik karakteristiklerine bağlıdır [De Gregorio ve Valdes, 2000:10-15].

3.3.1. Ülkeler Arasındaki Temel Bağlantılar

Finansal piyasalardaki bulaşmanın bir kısmı, ekonomiler arasında temel ekonomik ilişkiler nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bu bağlantılar, genellikle uluslararası ticaret ile ilişkilendirilmektedir. İki ülke kendi aralarında ticaret yaptıklarında veya, eğer aynı yabancı piyasalarda rekabet ediyorsa, ülkelerin birinin döviz kurlarında yapılan bir devalüasyon diğer ülkelerin rekabet avantajlarını zayıflatmaktadır.

Para krizi ve bulaşma ile ilgili literatürde tartışılan konulardan biri; kötü kanılar veya bazılarının tamamen kendilerinden kaynaklanan kehanetlerin krizin tetikleyip tetiklemediğidir. Bu bağlamda birisi, krizin bulaşma nedeniyle ortaya çıktığını düşünebilir. Bu çalışmada, kriz göstergelerinin

bulaşmadan etkilenmesine karşılık, krizlerin büyük bir bölümü temeller tarafından açıklanabilir. Özelde, piyasa baskı göstergeleri, cari açıklar, döviz kurunun aşırı değerlenmesi, ve kredi genişlemesi tarafından etkilenebilir [De Gregorio ve Valdes, 2000:21].

Kaminsky ve Reinhart (1999)'ın *temellere dayalı bulaşma* olarak tanımladığı bulaşma, karşılıklı ilişki içinde bulunan bir ülkeden diğerine yayılan şokları ifade etmektedir. Bu durumda, ticari partnerlerden biri krize girdiğinde ithalat talebi büyük ölçüde kısıllacağından diğer ülke bundan etkilenecektir [Edwards, 2000:6]. Bir ekonomide ortaya çıkan kriz, diğer ekonomilerdeki temelleri etkileyebilmektedir. Temellere dayalı bulaşma, reel kanallar aracılığıyla gerçekleşmektedir.

3.3.1.1. Ticari Bağlantılar

Bulaşmanın yayılmasında potansiyel kanalların en önemlilerinden biri, doğrudan ticari bağlantılar ve üçüncü piyasalarda ticari rekabettir. Eichengreen ve Diğ. (1997) ve Glick ve Rose (1998), ticari bağlantıların en önemli yayılma kanalı olduğunu kanıtlamışlardır [De Gregorio ve Valdes, 2000:15].

Finansal bir krizin, parasının değerinde büyük bir düşüşe yol açtığı bir ülkenin önemli ticari partneri olan ülkelerdeki yatırımcıların tedirgin edecektir. Çünkü, kriz ülkesine olan ihracatlarında doğal olarak bir düşüş olacağını ve bu yüzden ticaret hacimlerinde bir kötüleşme olacağını tahmin edeceklerdir. Sonuçta bu ülkenin, varlık fiyatlarında düşüşleri, büyük sermaye kaçışlarını veya spekülatif bir saldırının hedefi olmasını beklemek mümkündür. Ticari kanalla ilgili kanıtların, bulaşmanın bölgesel yapısını açıklamak açısından Doğu Asya'dan çok Latin Amerika için geçerli olduğu görülmektedir. Kaminsky ve Reinhart (1998), Latin Amerika ülkelerinde (Brezilya, Kolombiya, Meksika ve Venezuela) arasında üçüncü kısım bağlantılar vasıtasıyla bir krizin yayılma ihtimalinin yüksek olduğu belirlenmiştir. Benzer bağlantı, Doğu Asya'da anlamlı bulunmamıştır. Brezilya, Kolombiya, Meksika ve Venezuela ABD ile Latin Amerika ülkeleri arasında en yüksek iki yönlü ticaret payına sahip ülkelerdir. Baig ve Goldfajn (1998), Doğu Asya ülkelerinin ticaret matrisini incelemişler ve bu ülkeler arasında ticari bağlantıların zayıf olduğunu belirlemişlerdir. Buna bağlı olarak, 1997 Doğu Asya krizinin yayılmasında ticari bağlantıların önemli bir rolünün olmadığını iddia etmişlerdir. Gelos ve Sahay (1999), geçiş ekonomileri için, döviz piyasası baskılarındaki korelasyonların, doğrudan ticari bağlantılar tarafından açıklanabileceğini, ancak temellere ait diğer ölçülerin bunu açıklayamadığını bulmuşlardır. Ayrıca, Rusya krizini izleyen piyasa tepkilerinin motiflerinin,

çalkantılı dönemlerde diğer bölgelerde gözlenenlere çok benzer olduğunu belirlemiştirlerdir. Böylece testler, bulaşmanın ticari bağlantılarla ilişkili olduğu ve bölgesel bir karaktere sahip olduğuna dair güçlü kanıtlara ulaşmıştır [Dornbusch ve Diğ., 2000:14].

3.3.1.2. Rekabetçi Devalüasyonlar

Önemli bir yayılma mekanizması olan ticari kanallar, bir çok etkiye bağlı olarak işlemektedir. Bunlardan en önemlisi, rekabetçi devalüasyonlardır. Eğer bir ülke parasını devalüe ederse bu, o ülke mallarının rekabet gücünün artmasında, potansiyel olarak ikinci bir ülkeye ihracatının arttırılmasında ve ikinci bir ülkede iç pazar satışlarına zarar vermede doğrudan bir etkiye sahip olacaktır. İlk devalüasyon aynı zamanda, aynı üçüncü piyasada rekabet eden diğer ülkelerden ihraç satışlarının azalmasında dolaylı bir etkiye sahip olabilir. Bu etkilerin her biri, bir ülkenin satışları ve üretimini üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olmakla kalmaz; aynı zamanda eğer rekabette kayıp yeterince fazla olursa bir döviz kuru devalüasyonu beklentisinin arttırmasına ve/veya başka bir ülke parasına bir hücumu neden olabilir [Forbes ve Rigobon, 2000:8-9].

Üçüncü piyasalarda rekabet ettiği diğer ülkeler karşısında, ihracatta rekabet gücünü azaltan bir krizden muzdarip olan bir ülkenin yaptığı bir devalüasyon; diğer ülkelerin, özellikle de serbestçe dalgalanmayan kurlara sahip ülkelerin kurları üzerinde baskı yapar. Rekabetçi devalüasyonlar, temellerde daha önceden var olan kötüleşme nedeniyle, paranın değerinde ihtiyaç duyulandan daha büyük düşüşlere neden olabilmektedir. Ayrıca, oyunun işbirlikçi olmayan yapısı, kooperatif bir dengede¹⁵ ulaşılabilecek olana göre daha fazla kötüleşme ile sonuçlanabilir. Eğer piyasa katılımcıları, bir ülkede rekabetçi devalüasyonu bir para krizinin izleyeceğini beklerlerse; yatırımcılar, ellerinde bulunan diğer ülkelerin varlıklarını doğal olarak satacaklar, borçlanmalarını kısacaklar veya bu ülkelerde borçlulardan kısa vadeli alacaklarının vadelerini yenilemeyi reddedeceklerdir. 1997 Güney Asya krizi boyunca Tayvan ve Singapur gibi ülkelerde bile, temelleri üzerinde spekülasyon saldırıya karşı herhangi bir hassasiyetleri olmadığı halde, bu teoriye uygun olarak döviz kuru çöküşleri yaşanmıştır.

3.3.1.3. Makroekonomik Benzerlikler

Yapılan ampirik çalışmalar makro benzerliklerin ülkeleri oynaklığa karşı hassas hale getirdiğini ortaya koymaktadır. Ülkeyi bir krize karşı korunmasız

15 Kooperatif denge (cooperative equilibrium), bir endüstrideki tüm firmaların ortak karlarını maksimize edecek şekilde davranmalarıyla ulaşılan bir dengedir.

bıraktığından dolayı, makroekonomik zaafiyetlerin bulaşmanın önemli bir nedeni olduğu belirtilmektedir. Makroekonomik zaafiyetlerdeki benzerlikler, yatırımcıların bu sinyalleri bir kriz habercisi olarak değerlendirmeleri, beklentilerinde bir kaymaya yol açabilir ve bu suretle bir krizin nedeni olabilir. Ahluwalia (1999), bu iki etkiyi ayırtırmaya teşebbüs etmiş ve bu görüşü destekleyen kanıtlar bulmuştur. Yani, zaafiyetlerin direkt etkisini kontrol ettikten sonra; makroekonomik benzerlikler, yatırımcıların beklentilerindeki kaymalar yol açarak, bulaşıcı döviz krizlerin çıkmasında önemli bir rolü üstlenebilir. Arjantin ve Meksika'daki yerli ve yabancı bankaların, yerel kredi faaliyetlerinin davranışı üzerine yapılan bir çalışmada, yabancı bankaların bankacılık sektörünün toplam kredi artışında istikrar sağlayıcı bir etkiye sahip olduklarını, bu suretle ülkenin krize karşı kırılabilirliğini azalttıkları belirlemiştir. Reel ve finansal piyasalar arasında yayılmaların derecesini belirlemek amacıyla yapısal modeller kullanan birkaç çalışmadan biri (Abeyasinghe, 1999), Doğu Asya ülkelerinde krizin etkisi için tam ticari bir model kullanmış ve ticaret yoluyla bulaşmanın önemli bir rol oynamasına karşın; genellikle reel sektörde ani küçülmelerin, saf bulaşmaya¹⁶ atfedilebilecek direkt şokların bir sonucu olduğunu belirlemiştir [Dornbusch ve Diğ., 2000:15].

3.3.1.4. Genel Şoklar

Global şoklar, bir çok ekonomiyi aynı zamanda etkileyebilme gücüne sahiptir. Mesela, uluslararası faiz oranındaki bir artış, uluslararası sermaye arzında bir küçülme veya uluslararası talepte bir azalma bazı ülkelerin büyümesini yavaşlatabilir. Bu genel şoktan etkilenen herhangi bir ülkedeki varlık fiyatları beraber hareket edecektir (en azından belli bir seviyeye kadar). Bunun için şoktan sonra, şoktan etkilenen ülkelerin kesit korelasyonları direkt olarak artabilir [Forbes ve Rigobon, 2000:9]. Genel şoklar, global bir çalkantının dünyadaki tüm ülkeleri etkilemesini ifade etmektedir. Masson (1998), aynı zamana denk gelen gelişen piyasalardaki krizlerin nasıl oluştuğuna ilişkin yaptığı çalışmada, genel bir sebep tüm gelişen piyasaları etkilemesi durumuna “monsoonal effect” (muson etkisi) adını vermiştir [Akçay ve Zenginobuz, 2000:2]. Yaygın ve global sebepler krizleri veya gelişen piyasalara büyük sermaye akımlarının girişini tetikleyebilir. Örneğin, ABD faiz oranlarındaki değişiklikler, Latin Amerika'ya olan sermaye akımlarındaki hareketlenme ile özdeşleştirilmektedir. 1995-96'da USD'nin yen karşısında güçlenmesi, Güney Asya ülkelerinin ihracatlarının zayıflamasına ve daha sonra finansal zorluklara yol açan önemli bir faktör olarak gösterilmiştir

16 Saf (pure) bulaşma, temellerle açıklanamayan bulaşmayı anlatmaktadır. Bir ülkedeki krizin olasılığının artışı, diğer ülkeyi krize gidişini hızlandırması saf bulaşma olarak bilinmektedir [Akçay ve Zenginobuz, 2000:1].

[Dornbusch ve Diğ., 2000:5]. Sonuç olarak genel bir şok, varlık fiyatlarında veya sermaye akımlarında ortak bir harekete yol açmaktadır.

3.3.2. Finansal Bağlantılar

Finansal bağlantılar, iki ekonomi uluslararası finansal sistem aracılığıyla birbirine bağlı olduğunda ortaya çıkmaktadır. Finansal bağlantıların bir örneği, kaldıraç kullanan kurumların marjî çağırısı ile karşı karşıya kalması halinde ortaya çıkar. Bir ülkede yaşanan şoktan dolayı, teminatlarının değeri düşünce, kaldıraç kullanan işletmeler rezervlerini (teminat) arttırmak zorundadırlar. Bu yüzden, ilk şoktan henüz etkilenmeyen ülkelerdeki değerli varlıklarının bir bölümünü satarlar. Kaldıraç kullanan bir yatırımcı, eğer kaldıraçlı portföyün verimi portföyün fonlama maliyetinden düşük ise, daima riskli varlık pozisyonlarını azaltır. Bu, borçlanılan fonlara güvenen portföyler ve kurumlar için geçerlidir. Böylece, belirli bir pozisyonda bir kayıp (1998'de Rusya bono piyasası pozisyonunda olduğu gibi), kaldıraç kullanan bir yatırımcının bütün piyasalarda riskli varlıklarını azaltması için yeterli sebeptir [Schinasi ve Smith, 1999:3].

Bu mekanizma, şoku diğer ülkelere yayar. Finansal bağlantıların diğer bir örneği, bir ülkede var olan şoktan sonra, açık uçlu emeklilik fonlarının gelecekteki ödemeleri düşünüldüğünde ortaya çıkar. Emeklilik fonları, nakitlerini arttırmak zorundadır ve bu nedenle üçüncü ülkelerdeki varlıklarını satarlar [World Bank, 2001a:1]. Nitekim, Asya krizi Latin Amerika ülkelerini finans piyasaları ve ticaret olmak üzere iki kanaldan vurmuştur. Ekim 1997'den itibaren borsalar düşerken, Karayip'leri de içine alan bölgedeki ülkeler arasındaki borçlanma maliyetleri hızla yükselmiş, yükselen maliyetler finansman zorluklarını da beraberinde getirmiştir [Sayılğan, 2000:40].

Ticari bağlantılara benzeyen diğer bir kanal, finansal bağlantılardır. Bir ülkenin dünya ile ekonomik entegrasyonu süreci hem ticari hem de finansal bağlantıları gerektirmektedir. Yoğun olarak ekonomik entegrasyona sahip (ticaret, yatırım ve finansman bağlantılarını kapsayan) bir dünya veya bölgede, ülkelerin birinde ortaya çıkan bir finansal kriz, daha sonra diğer ülkelere yönelik ticari kredilerde, doğrudan yatırımlarda ve diğer sermaye akımlarında azalmaları da kapsayan doğrudan finansal etkilere yol açabilir. Örnek olarak, Tayland'daki bir krizin Tayland'lı firmaların doğrudan yatırımlarda, kredi miktarında v.b. konularda yeteneğini sınırlaması durumunda; Güney Asya'daki firmaların (Tayland'a ticaret, yatırım ve finansal işlemler açısından bağımlı olduğu varsayıldığında) faaliyetleri ters yönde etkilenecektir. Bu, Tayland'da ortaya çıkan bir finansal krizin, rasyonel bir şekilde diğer ülkelere varlık fiyatları ve sermaye akımları korelasyonu kılavuzluğunda yansıtılacağı anlamına gelmektedir [Dornbusch ve Diğ., 2000:6].

3.3.2.1. *Türev Ürünler ve Türev Piyasalar*

Finansal piyasalarda artan risklerin elimine edilmesi açısından yaygın bir kullanım alanı bulan türev piyasaların büyük ölçüde kontrolden çıktığı (denetimden kaçma ve çok yüksek kaldıraç kullanma imkanı sağlayarak) ve risk hesaplama tekniklerinin giderek daha az güvenilir ve daha çok belirsiz hale gelmeye başladığına ilişkin çok sayıda işaret oluşmuştur. Türev piyasaları, bu özelliklerinden dolayı ve yeni teknolojik olanaklarla da birleşerek dalgalanmaların şiddetini beklenmedik ölçüde ve hızda arttırabilmektedir [Yıldızoğlu, 1996:32].

Yaşanan hemen tüm krizlerde oynadığı kilit rol nedeniyle türev piyasalar da ayrıca bulaşma etkisi açısından yoğun olarak incelenmeye başlanmıştır. Yapısal özellikleri sayesinde yüksek bir kaldıraç etkisi taşıyan ve dolayısıyla büyük riskleri barındıran türev ürün piyasalarının günümüz ekonomilerinde oynadığı rol düşünüldüğünde sistemik riskin yaratılması ve bu riskin çevre ekonomiler ya da piyasalara yayılmasının sağlanmasının çok kolay olabileceği görülecektir. Gerçekten de son on yılda mal ve para piyasalarındaki türev ürün alım-satımı kaynaklı kayıpların hızla artması ve yaşanan krizlerin sadece değişmekte olan değil gelişmiş ülkeleri de etkiliyor olması, son derece ilginç teknikleri içeren türev piyasalara öncelikle dikkati çekmektedir. Bu kadar önemli bir işlevi olan finansal türev piyasalar ne yazık ki, yaşanan türev kaynaklı krizler ve bunların hızla çeşitli coğrafyalara sirayet etmesiyle, ister istemez risk kaynaklı krizlerin çevre ekonomilere bulaştırılması misyonunu üstlenmiş gözükmemektedir [Kayacan ve Gürbüz, 2001:6-8]. Kullanılan VaR (Value-at-Risk) modelleri, bankaların ve diğer yatırımcıların varlıklarının birinde bir şok vuku bulduğunda yüksek riskli varlıklarının çoğunu satma konusunda optimal bulabileceğini göstermiştir. Bireysel olarak rasyonel olduğu halde, bu tip davranışlar; aynı modellerin kullanımı ve modellerin global portföyler nedeniyle bir ülkede ortaya çıkan zararın diğer piyasalarda satışla telafisinin önerilmesi, sonuçta krizlerin körüklenmesine ve diğer ülkelere yayılmasına yol açabilmektedir. Garber (1998), zayıf kurumsal düzenlemelerin geçerli olduğu durumlarda, finansal türevlerin kullanımı yoluyla denetim ve düzenlemeden kaçınma imkanlarının artışının olumsuz dinamiklere yol açtığını raporlamışlardır [Dornbusch ve Diğ., 2000:7-8]

3.3.2.2. *Finansal Kuruluşlar*

Bulaşma ilk olarak, bankacılık sektörü için tanımlanmış ve araştırılmıştır. Bir banka portföyünün kalitesi hakkında eksik bilginin, sadece bankalara mevduat çekme saldırısına değil, bankalar arasında da bulaşmaya yol açabileceği ileri sürülmektedir. Buna göre, belli bir bankadaki likidite

problemi, direkt ilişkili olduğu diğer bankalara sıçrayabilir. Bu tip bulaşma “kurumsal bulaşma” olarak adlandırılmaktadır. Hatta, bulaşma etkileri, direkt ilişkilerden öteye giderek, finansal birimlerin finansal olarak üstlendikleri riskler nedeniyle dolaylı bağlantılarla da ilişkilidir. Belli bir bankadaki finansal zorluklar, mudilerin banka bazında bilgi eksikliği yüzünden, sağlıklı bankalara mevduat saldırısına yönlendirebilir. Böylelikle, bir bankanın portföy kalitesi hakkındaki sinyaller (muhtemelen yanlış); eğer ikinci bankanın (kurumsal olarak ilişkisi olmayan) varlıklarının kalitesi hakkında bilgi içeriyorsa, ikinci bir bankadan mevduat kaçışını tetikleyebilir. Bu modelde, likidite yetersizliği tek başına belli bir bankaya yönelik mevduat atağını başlatabilirken; bunun diğer bankalara yayılması bir dereceye kadar eksik bilgiden kaynaklanmaktadır. ABD’de yapılan bir çalışmada (Park, 1991) banka paniklerinin, otoritelerin likidite sağlamasından daha çok, banka temelli finansal bilgi sağlamaları ile (ikna ederek) durdurulduğu iddia edilmektedir [Valdes, 1997:5-6]

3.3.2.3. Ortak Kreditorler

Müşterek kreditorler ve uluslararası finansal merkezlerin ortaklığı nedeniyle ortaya çıkan diğer bağlantıların, oynaklığın belli bir ülkeden diğer ülkelere iletildiği mekanizmalardan birini oluşturduğu belirlenmiştir. Gerçekten, gelişen bir ülkede çıkan temel bir krizin, finansmanlarının çoğunu karşılayan benzer sanayileşmiş ülke yatırımcılarına bağımlı olmaları nedeniyle, tüm gelişen ülkeler için kötü haber olarak kabul edilmektedir [Vogel, 2001:1]. Ortak bir kreditor ülke ve ağır bir bölgesel yatırım yoğunlaşması olduğu varsayıldığında (Güney Asya’da Japonya ve Latin Amerika’da ABD olduğu gibi); eğer kreditor ülke bankalarının bir ülkeye olan kredilerinin niteliğinde belirgin bir kötüleşme yaşanırsa, kredi portföyünün toplam riskini azaltmak için, muhtemelen çok yoğun ilişkisi olan diğer gelişen piyasaları da kapsayacak şekilde, başka yerlerdeki diğer riskli yatırımlarını azaltmaya gidecektir

Kaminsky ve Reinhart (1998), ortak kreditor kanalının önemini test etmiştir. Bu çerçevede, Japonya ticari bankalarına kredi yönünden ağır biçimde bağımlı ülkeler olan Endonezya, Malezya ve Tayland’da kriz çıkma ihtimalinin, bu ülkelerden bir veya ikisinin krize girdiği bilgisi üzerine arttığını göstermişlerdir. Benzer sonuçlara Latin Amerika’da da rastlanmıştır. Latin Amerika ülkelerinden bir kaçının krizle karşı karşıya kalması durumunda, bir Latin Amerika ülkesinde kriz çıkmasının şarta bağlı ihtimali, %78 olarak tahmin edilmiştir. Latin Amerika ülkeleri, ortak kreditor olan ABD ticari bankalarından çok büyük oranda kredi almıştır. Benzer etkiler, diğer tipteki yatırımcılar için de geçerlidir. Frankel ve Schmukler (1996), kapalı uçlu ülke fonu verilerini kullanarak, Meksika krizinin ters şoklarının direkt olarak New York aracılığıyla diğer Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerine

bulaştırılıp bulaştırılmadığını test etmişlerdir. Bu çalışmada, Meksika krizinin Wall Street üzerinden Doğu Asya ülkelerine yayıldığını, ancak diğer Latin Amerika ülkelerine direkt olarak bulaştırıldığını bulmuşlardır. Son olarak, Van Rijckeghem ve Weder (1999), 30 gelişen piyasaya sermaye akımlarının bir panelini kullanarak banka kredilerinin rolü ve ortak kreditor etkisinin varlığını ispatlamışlardır [Dornbusch ve Diğ., 2000:14-15].

3.3.3. Politik Bağlantılar

Politik bağlantılar, ülkeler arasındaki politik ilişkilerin sonucu oluşur. Bu, literatürde en az vurgulanan bağlantı türüdür [World Bank, 2001a:2]. Bir ülkenin bir şoka yanıtı, diğer bir ülkeyi benzer politikaları takip etmeye zorlayacağı için ekonomileri birbirine bağlar. Örneğin bir ticaret anlaşması, bir ülkedeki gevşek (lax) para politikasının, diğer üye ülkeleri ticaret engellerini arttırmaları yönünde zorlayacağı bir madde içerebilir [Forbes ve Rigobon, 2000:9]. Bunun sonucunda, bir ülkede başlayan bir kriz, diğer ülkelerdeki krizler tarafından takip edilmektedir. Bunda, finansal panik görüşünün (panik reaksiyonu) önemli bir rol oynadığını kabul etmesine karşılık; bir grup yazar, yapısal zayıflıklar ve politikadaki çürümenin krizin başlıca sebepleri arasında olduğu vurgulamaktadır [Park ve Song, 2000:1].

Krizleri önemli bir yayılma mekanizması da *politik yayılmadır*. Drazen (1998), 1992-1993'teki Avrupa devalüasyonlarını inceler ve merkez bankası başkanlarının ülkelerinin sabit döviz kurlarını devam ettirmeleri hususunda politik baskı altında olduklarını varsayan bir model geliştirmiştir. Bir ülke, sabit kurdan vazgeçmeyi kararlaştırdığında bu, diğer ülkeler için kendi özel sabit kurlarından vazgeçmenin politik maliyetlerini düşürür. Bu da, ülkelerin döviz kuru rejimlerini değiştirme ihtimallerini artırır. Sonuç olarak, döviz kuru krizleri birlikte ortaya çıkabilir ve ilk şokun yayılması, ilk krizden önce olmayan bir mekanizma ile gerçekleşir [Forbes ve Rigobon, 2000:7-8].

3.3.4. Yatırımcıların Davranışları

Yatırımcıların davranışları ister rasyonel, isterse irrasyonel olsun şokların bir ülkeden diğerine yayılmasına yol açmaktadır. Bununla beraber literatür, hem bireysel hem kolektif irrasyonel yatırımcı davranışı karşısında rasyonel olanını kavrama üzerinde farklılaşmaktadır. Öncelikle, yatırımcı davranışının tipini sınıflandırma ile başlamak yararlıdır. İlki, olması beklenen rasyonel bireysel davranışlardır ki, bu davranışlar aşırı ortak hareket olarak adlandırılabilen duruma yol açan, bir anlamda reel temeller tarafından açıklanamayan eylemlerdir¹⁷. Bu, geniş ölçüde yatırımcıların uygulama kanalı

17 Yatırımcıların, belli yatırımcıların kendi tercihleri ve diğer yatırımcıların davranışının irrasyonel stratejileri takip edebileceği açıktır. Kavramsal tanım eksikliğinin analiz yapmayı zorlaştırması, bu kategorinin önemini engellemez.

şeklinde adlandırılabilir. Bulaşma, ülke dışındaki (örnek olarak New York'ta) yatırımcıların, herbiri bireysel olarak rasyonel olan davranışları aracılığıyla yayılır. Kavramsal olarak, yatırımcı davranışları likidite ve güdü problemleri; bilgi asimetrisi ve piyasa koordinasyon problemleri şeklinde daha başka bir ayrıma tabi tutulabilir. İkincisi, bulaşıcı davranış anlamına gelebilecek, ticari bankalarda görülen mevduat çekme saldırısında (bank on run) kullanılan modele benzeyen çoklu denge durumu olabilir. Üçüncüsü, uluslararası finansal sistemdeki veya yatırımcıları önceki bir krizi takiben farklı hareket etmeye yönelten, oyunun kurallarında değişiklikler olabilir [Dornbusch ve Diğ., 2000:6-7].

3.3.4.1. Likidite ve Güdü Problemleri (Sürü Davranışı)

Temeller ve genel şoklar, ülkeler arasındaki ilişkileri tam olarak açıklayamadığında, bulaşma etkisi rasyonel veya irrasyonel olmak üzere, sürü davranışı tarafından açıklanmaya çalışılır. Uluslararası yatırımcıların sürü davranışını açıklayan farklı mekanizmalar vardır. Literatür, bu tip piyasa tepkilerinin kökeninde asimetrik bilginin yattığı üzerinde durmaktadır. Bilgi, o kadar pahalıdır ki, yatırımcılar yatırım yaptıkları ülkeler hakkında yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar. Bu yüzden yatırımcılar, piyasanın gösterdiği tepkilere dayanarak, gelecekteki fiyat değişmelerini ne olacağını öngörmeye çalışırlar. Göreli olarak daha az bilgiye sahip olan yatırımcıların, daha bilgili yatırımcıları takip ettiği varsayılmaktadır. Hatta, yatırımcılar, başka bir yerde kriz çıktığını gördüklerinde, yurt dışındaki yatırımlarının risklerini gözden geçirirler. Bu bağlamda, Tayland varlık fiyatlarında bir değişiklik, Endonezya veya Brezilya'da gelecekteki fiyat değişmeleri ile ilişkili olarak yararlı bilgiler sağlayabilir. Reaksiyonların bu biçimi, sürü davranışına, paniğe ve irrasyonel taşkınlığa yol açar [World Bank, 2001a:2].

Bireysel rasyonel davranışın bir biçimi, likidite ile kreditorler ve yatırımcılar üzerindeki diğer kısıtlamalarla ilişkilidir. Güney Asya krizi boyunca, örnek olarak Tayland'da ve başlangıçta etkilenen diğer Güney Asya ülkelerinde kurların büyük değer kaybı ve hisse senedi fiyatlarında düşüş, bazı uluslararası kurumsal yatırımcıları büyük sermaye kayıplarına maruz bırakmıştır. Bu kayıplar, yatırımcıların yüksek geri ödeme frekansı beklentilerinden kaynaklanan nakit ihtiyaçları için, diğer gelişen piyasalardaki tüm menkul kıymetlerini satmasına neden olmuştur. Kredileri belli bölgelerde yoğunlaşan ticari bankalar, likidite problemleri ile yüz yüze gelebilmektedir. Ortak bir kreditor ülke ve ağır bir bölgesel yatırım yoğunlaşması durumunda (Güney Asya'da Japonya ve Latin Amerika'da ABD'nin olduğu gibi); eğer kreditor ülke bankalarının bir ülkeye olan kredilerinin niteliğinde belirgin bir kötüleşme yaşanır, kredi portföyünün toplam riskini azaltmak için,

muhtemelen çok yoğun ilişkisi olan diğer gelişen piyasaları da kapsayacak şekilde başka yerlerdeki diğer riskli yatırımlarını azaltmaya gidecektir [Dornbusch ve Diğ., 2000:7]. Ağustos 1998 Rusya borç krizi ve sonrasında LTCM hedge fonunun çöküşü ile ortaya çıkan finansal panik boyunca; çok sayıda hedge fonu, bankalar ve menkul kıymet kuruluşları eş zamanlı olarak, Rusya tahvilleri, Brezilya hisse senetleri, ABD ipotekleri, hükümet menkul kıymetlerinde maruz kaldıkları riskleri azaltmak için uğraş vermek zorunda kaldılar [Kyle ve Xiong, June 2000:1].

Likidite ve güdü problemlerinin kapsadığı alanlardan biri de, finansal varlıkları geniş ölçüde global piyasalarda işlem gören ve iç finansal piyasaları yüksek oranda likit olan ülkelerin finansal bulaşmaya aşırı derecede hassas olmasıdır. Bunun başka bir anlamı da, finansal portföylerin global düzeyde çeşitlendirilmesinin makroekonomik risklere karşı piyasalar arası hedgingi kapsamasının bir sonucu olarak, krizden önceki dönemlerde varlık fiyatları krizden etkilenen bir ülke ile yüksek oranda ortak hareket eden ülkelerin, bulaşmaya karşı daha da kırılğan hale geleceğidir.

Likidite kısıtlamaları ve güdü modelleri, gelişen piyasalarla ilgilenen yatırımcıların her çeşidi için önemlidir. Bununla birlikte, davranışın bu tipinden daha kolay etkilenen titiz yatırımcılar için, bu daha da olasıdır. Özelde, açık uçlu gelişen piyasa emeklilik fonları, hedge fonları ve mal sahipliğine ilişkin “tescilli” tüccarlar gibi uluslararası kurumsal yatırımcılar için bu durum geçerlidir. Bir ülkede bir krizin baş gösterdiği durumda, hedge fonları ve bankalar gibi kaldıraç kullanan yatırımcıların marj çağruları ile yüzyüze gelmeleri ile likidite zorlukları ile karşı karşıya kalmaları ve diğer piyasalarda tuttıkları varlıklarını satmak zorunda kalmaları büyük ihtimaldir. Açık uçlu fon yöneticileri, yatırımcılara gelecekte yapılacak geri ödemeleri dikkate alarak likiditelerini arttırmaya ihtiyaç duyarlar. Hem kaldıraç kullanan yatırımcılar, hem de açık uçlu fon yöneticileri likidite problemi ile karşılaştıklarında, büyük ihtimalle ellerinde, fiyatları bir hayli düşmüş ve daha az likit hale gelmiş ikinci derecedeki piyasalarda olan varlıklarını tutacaklar ve portföylerindeki diğer varlıkları satacaklardır. Bunu yapmak suretiyle yatırımcılar, diğer varlık fiyatlarının da düşmesine ve orijini başka yerde olan bir karışıklığın diğer finansal enstrümanlara ve diğer piyasalara ayılmasına sebep olurlar. Likidite problemi daha da büyüdüğünde, krizlerin yayılma alanlarının sadece gelişen piyasaları ile sınırlı kalmayacağı, piyasalar ve borç yükümlülerinin geniş bir spektrumunu etkileyebilir [Dornbusch ve Diğ., 2000:8].

Birkaç pazarda neyi varsa satma eğilimi, aynı zamanda bireysel finansal araçların güdü yapısı ile ilgili olarak da ortaya çıkabilir. Örneğin, bir krizin

başlangıcında, portföylerinde belli bir oranda bir ülke veya bölgenin hisse senetlerini tutma eğilimlerini sürdürmeleri nedeniyle, yatırımcıları diğer gelişen piyasalardaki varlıklarını satmaya yönelmesi mümkündür. Sonuç olarak, gelişen piyasalarda hisse senedi piyasaları veya diğer varlık piyasaları fiyatlarında büyük düşüşler yaşanacak, paralarında önemli ölçüde kötüleşme olacaktır. Örnek olarak; Schnasi ve Smith, (1999); çoğu ticari banka tarafından kullanılan Value-at-Risk (VAR) (riske maruz değer) modellerinin, bankaların ve diğer yatırımcıların varlıklarının birinde bir şok meydana geldiğinde yüksek riskli varlıklarının çoğunu satarak optimali bulabileceğini gösterdiler. Bireysel olarak rasyonel olduğu halde, bu tip davranışlar, sonuç olarak finansal piyasalarda ters sonuçlara yol açabilmektedir. Acaba, yatırımcıların bu irrasyonel davranışları izlemeleri rasyonel olabilir mi? Literatür, bireysel düzeyde sürüyü izlemenin rasyonel olabileceğini söylemektedir. Bilgi o kadar çok değerlidir ki, her bir yatırımcı piyasanın tepkisine bakarak harekete geçer. Bulaşmanın maliyeti, kamusal düzeyde çok büyük olabilir. Çoklu dengelerin olduğu bir dünyada, temelleri nispeten sağlam ülkeler, ödemeler dengesi ve bankacılık krizlerini sonlandırabilirler [World Bank, 2001a:2].

3.3.4.2. Asimetrik Bilgi ve Koordinasyon Problemleri

Bulaşmanın diğer bir sebebi, kusurlu bilgi ile yatırımcıların beklentileri veya beklentilerindeki farklar ile ilgilidir. Buna karşılık, daha iyi bilginin yokluğunda, bir ülkedeki finansal bir kriz, yatırımcıların diğer ülkelerde de aynı problemle karşılaştığını düşünmelerine sebep olabilir. Bir ülkedeki kriz, krizin başladığı bu ülkelerle aynı şartlarda olan ülkelerin paralarına hücumu sebep olabilir. Bu tipte bir davranış, rasyonel olmayan davranış kadar rasyonel davranışı da yansıtabilir. Eğer bir kriz zayıf temelleri gösterir ve açığa vurursa, yatırımcılar bundan rasyonel olarak benzer ülkelerin de aynı problemlerle karşı karşıya kalacakları sonucuna varabilirler ve böylece bulaşmaya sebep olurlar. Bu kanal tabii olarak, yatırımcıların her ülkenin gerçek karakteristikleri konusunda hatalı bilgilendirildiklerini ve kararlarını ülkenin zayıflıklarını doğru olarak gösteren veya da göstermeyen, diğer ülkelerde görülenlerin de kapsandığı bazı iyi bilinen göstergelere göre almak zorunda kaldıklarını farz eder. Yatırımcıların kullandığı bilgi seti diğer yatırımcıların faaliyetlerini kapsayabilir ki bu, intra-yatırımcı tavrı üzerinde bilgisel asimetrisinin etkilerini gösterir [Dornbusch ve Diğ., 2000:8].

Finansal bulaşma çalışmalarına alternatif bir yaklaşım, bilgi nakline ilişkindir. Buradaki düşünce, temel risklerin varlıklar arasında ilişki içinde olduğudur. Böylece, rasgele işlem sonucu bir varlık fiyatı düştüğünde, rasyonel işlemciler eğer temellere dayalı fiyat düşüşünü rastgele fiyat düşüşünden ayıramazlarsa tüm varlıkların fiyatlarını düşürürler. King ve

Wadwani (1990), bu düşüncüyü 1987 krizi boyunca dünya hisse senedi piyasalarında fiyat düşüşlerini açıklamak için kullanmıştır. Calvo (1999) ve Yuan (1999); bilgilendirilmiş yatırımcıların marjının sınırlandırılabilirdiği bir durumda, bilgilendirilmemiş yatırımcıların davranışını incelemişlerdir. Bilgilendirilmemiş rasyonel yatırımcılar, likidite şoklarına bağlı satışlar ile temel şoklar arasında ayırım yapamadıklarından; bilgilendirilmemiş yatırımcıların yaşanan karmaşa içinde bulaşma oluşturmalarının mümkün olduğunu ileri sürmüşlerdir [Kyle ve Xiong, 2000:4-5].

Yatırımcılar, genellikle ülkelerin biri veya tümü hakkında tam bir görüş tablosuna sahip olmamakta ve bunun verimler üzerindeki etkilerini bilmemektedirler. Bu, kısmen bilgiyi elde etme ve değerlendirme maliyetini ifade etmektedir. Calvo ve Mendoza (1998), bilgi asimetrisinin varlığında, belirli ülke bilgilerini elde etme ve değerlemede söz konusu olan sabit maliyetler, yatırımcılar rasyonel olsalar bile, bir sürü davranışının nedeni olabilir. Bu yazarlar, yatırımcıları bilgilendirilmiş, bilgilendirilmemiş veya az bilgilendirilmiş gruplar olarak sınıflandırmıştır. Bilgiyi elde etme ve değerlendirmenin belirli sabit maliyeti nedeniyle, bireysel olarak küçük yatırımcılarının çoğunun, belirli ülke bilgilerini toplama ve değerlendirmeye güçleri doğal olarak yetmez. Bilgilendirilmemiş yatırımcılar, bunun yerine, daha düşük maliyetli bulduklarından dolayı bilgilendirilmiş yatırımcıların yatırım modellerini izlemeyi daha avantajlı görebilirler. Bilgilendirilmemiş yatırımcılar, kendi varlık seçimlerini yapmadan önce, bilgilendirilmiş yatırımcılar tarafından verilmiş kararları, faydalı piyasa bilgisi sağladığı için, göz önünde bulundurlar. Bilgilenmiş veya bilgilenmemiş tüm yatırımcılar, portföylerini ayarlama erke hareket geçene bu yatırımcılardan yeni bilgi sağlama eğilimindedir. Eğer, bilgilendirilmiş yatırımcılar kötü bir dengeye doğru giderlerse, o zaman daha az bilgiye sahip yatırımcılar kendi bilgilerini umursamayarak bilgilendirilmiş yatırımcıları takip ederler ve böylece kötü bir dengeye sebep olur. Sürü hareketindeki artışa dair diğer bir düşünce; ülkeye özel bilgi elde etme ve değerlendirme maliyetinin, yatırım yapılabilecek ülkelerin sayısının büyümesi ve yatırım alanlarının genişlemesi sebebiyle artmasıdır. Bu yüzden bazı çalışmalar, zaman içinde artan bir sürü davranışının irrasyonel olmayabileceğini ve bunun daha evrensel hale gelen optimal portföy çeşitlendirmesinin bir sonucu olduğunu ileri sürmektedir [Dornbusch ve Diğ., 2000:9].

Zaman içinde sürü hareketi ile ilgili önem kazanan diğer bir tez de; son on yılda ortaya çıkan eğilimle, daha farklı davranan yatırımcıların ün yapmaları, nisbeten daha yüksek maliyet gerektirmesidir. Yatırımcılar, şöhretli olmanın nisbeten yüksek olan maliyeti ile yüzyüze kalınca, sürü hareketine katılmayı daha az maliyetli ve kolay bulabilirler. Bazı yatırımcılar ve özellikle de

fon yöneticileri, kendi ideal portföyünden çok belli bir piyasa portföyüne göre değerlendirilen portföylerinin performansına dayanan şöhretlerini sürdürmeye aşırı duyarlı oldukları için, bu riskli şöhret kazanmaya dönük tavırları özellikle kurumsal yatırımcılar arasında yaygın olabilir. Eğer şöhrete ilişkin bu maliyetler yüksek olursa, piyasa gelişmelerinin yeni bir portföyün lehinde olması halinde bile, kurumsal bir yatırımcı şahıs ilk eyleme geçmekten, kararı yanlış çıkarsa şöhretinde bir kayba uğrayacağı endişesiyle kaçınabilir. Emniyetli konumda olmak için, bireysel yatırımcılar sürü hareketini izleyebilirler. Her ne kadar zorlama olsa da, bireysel olarak rasyonel olan yatırımcıların bu davranışlarını kapsayan tüm bu sonuçlar, yine de finansal oynaklığa yol açabilmektedir.

3.3.4.3. Çoklu Dengeler

Yatırımcılar, bir ülkedeki krizden sonra öğrendiklerini, benzer makroekonomik yapılara ve politikalara sahip diğer ülkelere uygulayabileceklerini ileri sürer. Örneğin, zayıf bir bankacılık sistemine sahip bir ülkenin para krizinden kolay etkilendiği anlaşılırsa, yatırımcılar diğer ülkelerdeki bankacılık sistemlerinin dayanıklılığını yeniden değerleyebilirler ve bir kriz ihtimali beklentilerini buna göre ayarlayabilirler [Forbes ve Rigobon, 2000:9].

Yatırımcıların davranışlarına dayanan daha genel bir açıklama; çoklu dengelere tabi finansal piyasalardaki kendi kendini gerçekleştiren beklentilerdeki değişimleri içerir. Bu çerçevede bulaşma, gelişen bir piyasada ortaya çıkmış bir krizin başka bir ülkeye taşınması veya bir devalüasyon, varlık fiyatlarında düşüş, sermaye kaçışları veya borç krizi ile karakterize edilen kötü bir dengeye sıçratmasına sebep olduğunda ortaya çıkar. Diamond ve Dybvig (1983)'in mevduat kaçışı modelinde, rasyonel mudilerin fonları bankada tutması ya da geri çekmesi, diğer mudilerin tümünün hareketlerine bağlıdır. Kötü bir sonuç, mesela “mevduat paniği” veya mudilerin paralarını bankada tutmaları gibi iyi bir sonuç; her ikisi de denge sonucu olabilir. Benzer şekilde, yatırımcılar, sınırlı döviz rezervleri üzerinde hak iddia etmek için geç kalmaktan korktuklarından dolayı bir ülkeden ani şekilde çekilebilirler [Dornbusch ve Diğ., 2000:10].

3.3.4.4. Beklentilerde Değişim ve Güvensizlik

Doğu Asya krizi ile ilgili olarak yapılan çalışmaların hızla artmasına karşılık, tartışmalar devam etmektedir. Redaet ve Sachs (1998), Feldstein (1998) ve Stiglitz (1999) başta olmak üzere bazı yazarlar, krizin en temel kaynağının piyasa beklentilerinde ve güveninde ani değişimlerin olduğunu ileri sürmektedirler. Bu yazarlara göre, yabancı borç vericiler ve kurumsal

yatırımcılar 1997 Ocağında patlak veren Tayland krizi ile alarma geçtiler. Ardından, yatırımlarını beklenmedik şekilde bölgedeki diğer ülkelerden çekmesi krizin bulaşıcı bir hal almasına neden olmuştur [Park ve Song, 2000:1]. Bu geri çekilmelerde, bölgedeki diğer ülkelerin de Tayland'da spekülâtif atağa neden olan benzer yapısal problemlerden şikâyetçi olduğu inancı teşvik edici olmuştur.

Yatırımcılar, eğer içinde uluslararası finansın da yer aldığı kurallara ilişkin değerlendirmelerini değiştirirlerse, o zaman bulaşma olabilir. Örneğin 1998 sonbaharında yaşanan Rusya'nın iflası, yatırımcıların diğer ülkelerde de benzeri durumun olacağı kaygısını arttırdı. Bu kaygılar, yabancı özel kreditorlerin tutumlarını göz önünde bulundurmadan tek taraflı politikalar izleneceği veya daha önce beklendiği şekilde uluslararası finansal kurumlar tarafından iflaslara karşı yeterince veya zamanında yardım yapılmama ihtimalidir. Doğu Asya krizini takip eden, uluslararası finansal mimari üzerine tartışmalar oyunun kuralları ve resmi iflastan kurtarma konusunda bakış açısının değişmesine yol açmıştır. Piyasa katılımcıları tarafından paylaşılan bu kaygı, 1998 sonbaharında Brezilya'daki türbülansa neden olmuştur. Diğer sebepler, uluslararası kreditorlerin fon arzına yönelik kaygılardır. Örneğin 1998 sonbaharında IMF kendi kaynaklarından en yüksek kullanımlarından birini gerçekleştirmiştir. Bu durum daha büyük likidite krizleri ile başa çıkabilip çıkamayacağına ilişkin bazı kaygılara yol açmıştır [Dornbusch ve Diğ., 2000:10]. Bu açıdan, herhangi bir ülkeden çekilmek için en sona kalma korkusu, diğer ülkelere hücumu tetikleyerek bir ülkede likidite krizine yol açabilmektedir.

3.3.5. Coğrafi (Komşuluk ve Bölgesel) Etkiler

Bulaşmanın bölgesel bir olgu olduğu, bölgesel ve coğrafi yakınlıkların getirdiği paylaşılan ortak değerler nedeniyle anlaşılır bir gerçektir. De Gregorio ve Valdes (2000), bulaşmanın kanallarını çok sayıda değişik faktör açısından ele almış ve krizler genel şoklar tarafından tetiklendiğinde ülkeler arasında yayılma kanallarının bölgesel içerikli olduğunu ve ülkelerin ticari ve makroekonomik karakteristiklerine bağlı olduğunu belirlemiştir [bkz. De Gregorio ve Valdes, 2000:3]. Araştırmada, bulaşmanın zaman açısından özellikleri sonraki ayırmada ele alınmıştır.

Glick ve Rose (1998), döviz krizini temsil eden beş olay ve 161 ülkeyi kapsayan ve komşuluk ve bölgesel yakınlığı da kapsayan bir yaklaşımla ticari bağları araştırmışlar; ve ticari bağların bir krizin yayılmasında önem taşıdığını belirlemişlerdir. Aynı zamanda, ticaretin bölgeler arasından daha çok bölge içi olma eğilimi nedeniyle, bulaşmanın global olmaktan çok bölgesel nitelik

gösterdiğini ileri sürmüşlerdir. Kaminsky ve Reinhart (1998), şarta bağlı olasılıklar bakımından, örneklerinde kapsanan kriz ülkelerinin büyük bir payından elde edilen bilgilerin, başka bir yerdeki özellikle bölgesel düzeyde bir krizin tahmin edilebilirliğini arttırdığını belirlemişlerdir. Bu çalışma, bulaşmanın her şeyden önce bölgesel bir olgu olduğunu destekleyen daha ileri kanıtlara ulaşmıştır. [Dornbusch ve Diğ., 2000:13].

3.3.6. Bulaşmada Zaman Boyutu

Krizin yayılma kanalının hem göstergelere hem de zamana bağlı olduğu bulunmuştur. Krizden üç ay sonra komşuluk etkileri ortaya çıkmaktadır. Ticari bağlar ve/veya makroekonomik benzerliklerden çok, ülkelerin yakınlığı veya bölgesel etkilerin ülke kesiti korelasyonlarını daha iyi açıkladığı görülmektedir. Daha uzun dönemlerde (6-12 ay) ülke kredi derecelerindeki değişimler analiz edildiğinde de aynı sonuçlar çıkmıştır. 12 ay dönemde temeller önem kazanmaktadır ve hem ticari bağlar ve hem kriz öncesi koşullar güçlü bir bulaşmadan zarar gören ülkeleri açıklamaktadır. 12 aylık reel döviz kurunun değer kaybetmesinin ülke kesitine göre değişiminin; büyüme ile dışsal benzerliklere (aşırı değerlenme ve cari işlemler açığı) ve direkt ticari bağlantılara (üçüncü ülkede rekabet olmamasına karşın) bağlı olduğu belirlenmiştir. Bu dönemde, komşuluk etkileri (bölgesel) etkiler hala önemini korumaktadır. Ancak, krizin diğer göstergeleri için döviz piyasası baskı endeksinde 3 aylık değişim ve 12 aylık reel döviz kurunun değer kaybı ve kredi derecesindeki değişim kullanıldığında, bazı diğer bulaşma biçimleri tarafından açıklanan ortak hareketlerin çok önemli olduğu belirlenmiştir [De Gregorio ve Valdes, 2000:3].

3.4. Finansal Bulaşmanın Belirlenmesi ve Deneysel Kanıtları

Piyasalar arasındaki birlikte hareketlerin aşırı veya irrasyonel olup olmadığını belirlemek oldukça zordur. Bu nedenle, ülkelerin dalgalanmalar karşısında hassasiyetini ve bulaşmanın muhtemel taşındığı kanalları belirlemek konusunda ampirik çalışmalara iş düşmektedir. Ancak ne var ki, araştırmalar gelişme gösterse de bulaşmanın nasıl ele alınacağı hususunda henüz tam bir uzlaşma yoktur. Bulaşmaya kanıt olarak yapılan deneysel testler, büyük oranda varlık fiyatlarında ortak hareketler ve çok az da sermaye akımlarındaki aşırı ortak hareketler ya da gerçek piyasalarda karışıklıklar üzerinde yoğunlaşmıştır.

Bu testler, varlık fiyatlarının korelasyonu, para krizlerinin koşula bağlı olasılıklar (conditional probabilities), dalgalanmadaki değişiklikler, sermaye akımları ve verim oranlarının ortak hareketi ve diğer testler olarak üzere sıralanmaktadır [Dornbusch ve Diğ., 2000:10].

3.4.1. Varlık Fiyatlarının Korelasyonu

Varlık fiyatı testleri, faiz oranları, hisse senedi fiyatları ve değişik ekonomilerin ülke risklerinin tahminlerinden oluşur. Bu yaklaşımda, farklı ekonomiler arasındaki korelasyonlarda göze çarpan bir artış bulaşmaya kanıt olarak düşünülür. Piyasalar arasında korelasyonları tahmin eden araştırmaların çoğu, çeşitli varlık fiyatlarında yüksek ortak hareketlerin varlığına kanıtlar bulmuştur. Fakat, bu ortak hareketlerin bir krizin uyanmasında artış artmadığı üzerinde tam bir konsensüs yoktur [a.g.e., s.11].

Piyasa kesit korelasyon katsayıları bulaşma testi için en uygun yaklaşımdır. Bu testlerde, istikrarlı bir dönem boyunca iki piyasa arasındaki verimlerin korelasyonu ölçülür. Sonra, bir şok sonrasında bu korelasyon katsayılarında anlamlı bir artış olup olmadığının testi yapılır. Eğer korelasyon katsayıları anlamlı olarak artmışsa, bu iki piyasa arasındaki yayılma mekanizmalarının şok sonrası güçlendiğini ve bulaşma olduğunu göstermektedir. Bu yaklaşımı kullanan ilk araştırma olan King ve Wadhvani (1990)'de ABD, İngiltere ve Japonya arasındaki hisse senedi piyasa korelasyonlarında bir artışı test etmiş ve piyasa kesit korelasyonlarda 1987 ABD krizi sonrası anlamlı artış olduğunu bulmuşlardır. Lee ve Kim (1993), bu analizi genişleterek on iki ana piyasayı analiz etmiş ve bulaşmaya daha ileri kanıtlar bulmuştur (haftalık ortalama piyasa kesit korelasyonları 1987 ABD krizi öncesi 0.23'ten sonrasında 0.39'a yükselmiştir). Calvo ve Reinhart (1996), bu yaklaşımı 1994 Meksika pezo krizi sonrası Brady bonoları ve hisse senedi fiyatlarında bulaşmayı test etmek için kullanmış ve kriz boyunca çoğu gelişen piyasa için piyasa kesit korelasyonlarının arttığını belirlemişlerdir [Forbes ve Rigobon, 2001:5]. Frankel ve Schmukler (1996), Latin Amerika ve Doğu Asyadaki ülke fonlarının fiyatları Meksika ülke fonları ile yüksek bir ortak hareket gösterdiğini tesbit etmiştir. Valdes (1997)'ye göre ikincil piyasa borç fiyatı ve kredi derecelerinin hareketleri, Meksika krizinin Latin Amerika'da bulaşıcı etkilerinin olduğunu desteklemektedir. Agenor, Aizenman ve Hoffmaister (1999), Meksika krizinin, Arjantin'in yerel faiz oranı 'spread'lerindeki hareketler üzerinde oldukça büyük bir etki yaptığını göstermişlerdir. Baig ve Goldfajn (1998), Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'ın paraları ile ülke riskleri arasındaki ülke kesit korelasyonlarının, diğer dönemlerle karşılaştırıldığında Doğu Asya krizi süresince (Temmuz 1997'den Mayıs 1998) anlamlı şekilde artış gösterdiğini tesbit etmiştir. Özet olarak, korelasyon katsayılarına dayanan bu testlerin her biri aynı genel sonuca ulaşmıştır: Sözü edilen krizler süresince piyasa kesit korelasyon katsayılarında istatistiki olarak anlamlı bir artış vardır ve bulaşma gerçekleşmektedir.

Bununla beraber, kriz dönemi süresince yüksek dereceli bir korelasyon bulaşmanın varlığı için yeterli bir kanıt değildir. Eğer, iki piyasa geleneksel olarak yüksek seviyede ilişki içinde ise, o zaman bir piyasanın diğer bir piyasada keskin bir değişime karşılık olarak yanıt vermesi doğal olarak beklenen bir şeydir. Korelasyonlarda bir artışın bulaşmanın varlığı için yeterli sayılmamasının bir başka nedeni; bu korelasyonların, iç ekonomik temellerde, risk algılama ve risk tercihlerindeki değişimlerden olduğu gibi mal fiyatlarında ve endüstriyel ülkelerde temel ekonomik kaymalardan da kaynaklanabilmesidir [Park ve Song, 2000:4-5].

Piyasalar arası korelasyon katsayıları piyasa oynaklığına bağlıdır. Kriz dönemi boyunca piyasaların aşırı oynak olması nedeniyle korelasyon katsayısı tahminleri artma eğilimi gösterir ve taraflıdır. Korelasyon katsayısında bu etki giderilmediğinde, geleneksel olarak bulaşmaya kanıt olarak ileri sürülecektir. Varlık fiyat hareketlerinin değişen varyansın (heteroskedasticity) varlığı¹⁸, zaten bir krizi takip eden dönemde dalgalanmada artış olmasının muhtemel olduğunu göstermektedir. Korelasyondaki bu artış temel olarak, çok istikrarlı dönemlerde de geçerli olan güçlü yayılma mekanizmalarının devamı olabilir. Ekonomik temeller, risk algılaması ve tercihlerde meydana gelen değişikliklerin, varlık fiyatlarının korelasyonlarında bir artış ile sonuçlanmaktadır. Bu 'endogeneity' (endojenlik) sebebiyle, korelasyonların tahmin edilmesinde, normal dönemlerde bu değişkenlerdeki ortak hareket ve saf bulaşmayı teşhis edebilmek için temellerin etkileri kontrol edilmelidir. Forbes ve Rigobon (1999), 28'e varan gelişmiş ülkenin ve gelişen piyasanın hisse senedi endeksi günlük verilerini kullanarak, 1987 ABD hisse senedi piyasası krizi, Meksika peso krizi ve 1997 Doğu Asya krizi boyunca bulaşma için kanıt araştırmışlardır. Eğer endojen değişken, ihmal edilen değişken problemleri ve kalanların varyansındaki değişimler gereği gibi düzeltilirse; çok sayıda ülke verimlerinin korelasyon katsayılarının kriz dönemleri boyunca anlamlı şekilde yüksek olmadığı belirlenmiştir [Forbes ve Rigobon, 2001:3-27].

3.4.2. Koşula Bağlı Olasılıklar

Temellerin rolünü kontrol için ham korelasyonları kullanmaktansa, şarta bağlı korelasyon veya olasılıkları inceleyen bu yaklaşım, temelleri veya

18 Doğrusal regresyon modelinin önemli varsayımlarından biri de, sabit varyans (homoscedasticity) varsayımdır. Bu varsayıma göre, hata terimi varyansı, bağımsız değişkendeki değişimlere bağlı olarak değişmeyip, aynı kalmaktadır. Ancak, bu varsayım her zaman sağlanamamakta ve değişen varyans (heteroscedasticity) durumu ile karşılaşmaktadır. Bu durumda, hata terimi varyansları aynı kalmayıp, bağımsız değişkenle birlikte değişmektedir [Tari, 1999:168-171]. Değişen varyans olması durumunda, tahmincilerin minimum varyanslı olma özelliklerini kaybetmesiyle, etkin tahmin imkanı azalmakta, t ve F testleri anlamlarını kaybetmektedirler.

benzerlikleri de hesaba katarak başka bir yerdeki kriz bilgisine bağlı bir krizin olasılığını genel olarak tahmin etmeyi üstlenir. Bu testlerle, ticari ve finansal bağlantılar ile diğerlerini ayırt etmek suretiyle, bulaşmanın aracılığıyla yayılabileceği kanalları da araştırmak mümkündür. Bu nedenle daha dar bir bulaşma tanımı kullanılır. Eichengreen ve Diğ. (1996) ile Glick ve Rose (1998), bulaşmayı başka bir yerdeki bir krizin içeride bir krizin olasılığını arttırması olarak tanımlamaktadırlar. Bu tanımın avantajı, bulaşmayı istatistiki olarak kolayca test etmeye izin vermesidir. İkinci yaklaşım bu tanıma dayanmaktadır. Bu yaklaşım, diğer ülkelerde krizler yaşanırken kriz çıkma olasılığının daha yüksek olup olmadığını, başka bir yerdeki bir kriz olayı bilgisine bağlı kriz çıkma olasılığını tahmin ederek incelemektedir [Park ve Song, 2000:5].

Bu yaklaşıma dayanan ilk çalışmalardan biri olan Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1996), 1959 ile 1993 arasında endüstriyel ülkelerin bir setinde bir krizin ortaya çıkma ihtimalini tahmin etmede ikili probit modeli kullanmıştır. Belirtilen dönem içinde bir kriz çıkma olasılığının, diğer ülkelerde spekülatif bir atağın gerçekleşmesi ile korele olduğu belirlenmiştir [Forbes ve Rigobon, 2001:6-7].

Bu yaklaşım, kapsamlı olarak bir ülke için kriz öngörme literatürü üzerine inşa edilmiştir. Eichengreen v.d. (1996), 1959'dan 1993'e 20 sanayileşmiş ülkeyi kapsayan makroekonomik ve politik üç aylık bir veri paneli kullanarak, başka bir yerdeki spekülatif bir atağın diğer bir ülkede iç para krizi çıkma ihtimalini arttırdığını ve bulaşmanın makroekonomik benzerliklerden daha çok ticari bağlar yoluyla yayılma ihtimali olduğunu belirlemiştir. De Gregorio ve Valdes (1999), benzer bir yöntem kullanarak, 1982 borç krizi, 1994 Meksika krizi ve Asya krizinin dağılmasının kapsamlı bir testini uygulamışlardır. Bunun için, 3 ve 12 aylık zaman birimleri için döviz kuru endeksi baskıları, reel döviz kuru hareketleri ve kredi derecelerinde değişiklikleri kullanmışlardır. Bu araştırmada, Meksika krizinin en az bulaşıcı, Asya krizinin 1980'lerdeki krizler kadar bulaşıcı olduğu belirlenmiştir [Dornbusch ve Diğ., 2000:12-13]. Forbes (2000) ise, oldukça farklı bir test stratejisi izleyerek, dünya genelindeki 10.000 şirketi kapsayan bir örnek çerçevesinde, Asya ve Rusya krizlerinin hisse senedi verimleri üzerindeki etkisi tahmin edilmiş; ticari bağlantıların (rekabetçilik ve gelir etkileri olarak ikiye ayrılarak) firmaların hisse senedi verimleri için ve dolayısıyla ülkenin krizlere karşı kırılganlığı için önemli tahminciler olduğunu ortaya koymuşlardır.

3.4.3. Volatilite Bulaşması

Son dönemlerde yaşanan kriz dalgası, pek çok ülkede finansal varlık piyasalarında gün bazında volatilite ve birlikte hareket etme olgularıyla birlikte cereyan etmiştir. Prensip olarak, finansal ve döviz kriz dönemlerinde volatilite ve birlikte hareket etmede artış olması, bulaşma olarak modellenebilir. Bu tanım çerçevesinde bulaşma, ülke ve zaman kesitinde kararsızlık göstermektedir ve bu süreci özellikle gelişmekte olan ülkeler daha çok yaşarken; gelişmiş ülkeler nisbeten bu sürecin dışında kalmışlardır [Kodres ve Pritsker, 2000:1].

Bulaşmayı deneysel olarak test etmenin başka bir yolu, volatilitedeki bulaşma tahminlerini test etmektir (yani varlık fiyatlarının ikinci “moment”inde piyasa kesit hareketleri). Bu tür bir bulaşmada, finansal değişkenlerin şartlı varyanslarının (yani volatilite), kriz dönemleri boyunca farklı ülkelerdeki piyasalara bağlı olup olmadığı incelenmektedir. Bu yaklaşımda genellikle GARCH tipi bir model kullanılmaktadır [Park ve Song, 2000:5].

Edwards (1998), geliştirilmiş bir GARCH modeli kullanarak, 1994’te Meksika faiz oranlarındaki artışın etkilerinin Arjantin ve Şili’ye yayılıp yayılmadığını araştırmış ve Meksika’dan Arjantin’e bulaşma olduğunu güçlü kanıtlarına ulaşmıştır. Fakat Şili’ye bulaşma tesbit edilmemiştir. Haftalık hisse senedi verileri kullanılarak, bir grup Latin Amerika ve Asya ülkesinin zaman içindeki volatilite davranışları incelenmiş, 1990’lı yıllarda özellikle Latin Amerika ülkeleri hisse senedi piyasaları arasında benzer hareketler görülmüştür. Bu benzer sonuçlar, yüksek volatilite olaylarının genel, kısa süreli ve yaygın uluslararası krizlerle birlikte olma eğilimi içinde olduğunu göstermektedir. Genelde, volatilite süreçlerinin karşılıklı olarak bağımlı olduğu ve bölgesel hatlar arasında güçlü bağımlılık olduğu belirlenmiştir [Edwards ve Susmel, 2001:14]. Sonuç olarak, çalışmanın sonuçları bulaşma olaylarının karşılıklı bağımlılık gösterdiğini destekler niteliktedir

Park ve Song (1998), kriz döneminde Doğu Asya ülkeleri döviz piyasaları arasında bir volatilite yayılmasının ortaya çıkıp çıkmadığını test etmek için, Doğu Asya ülke verilerine GARCH modeli uygulamışlar ve Endonezya ve Tayland’daki krizin etkilerinin Kore döviz piyasasına aktarıldığını belirlemişlerdir. Kore krizinin ise, diğer iki Güneydoğu Asya ülkesi için bulaşıcı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır [Dornbusch ve Diğ., 2000:14]. Bu yöntemi kullanarak yapılan çalışmalardan çıkan sonuç; piyasa oynaklığının piyasalar arasında taşındığıdır. Bununla birlikte, eğer ilgili şok veya krizden sonra taşınma anlamlı olarak değişiyorsa bunu açık olarak test etmez. Bu yüzden, bu çalışmalar volatilitenin piyasalar arasında taşınması

konusunda önemli kanıtlar sağlarken, dar kapsamlı bulaşmayı açık olarak test etmemektedirler [Forbes ve Rigobon, 2001:5-6].

3.4.4. Sermaye Akımı Testleri

Stiglitz (1999)'e göre, 1990'larda sermayenin hareketliliğinin "aşırı" artışı, gelişen ülkelerin bulaşıcı ataklara karşı kırılğanlığını arttırmaktadır [Edwards, 2000:1].

Bulaşmanın yayılma kanallarını en iyi şekilde anlamayı sağlayabilen, sermaye akımlarında ortak hareketleri test eden birkaç çalışma yapılmıştır. Van Rijckeghem ve Weder (1999), 30 gelişen piyasaya sermaye akımlarının bir panelini kullanarak banka kredilerinin rolü ve ortak kreditor etkisinin varlığını test etmişlerdir. Meksika ve Rusya krizleri için, genel banka kreditorlerinden fon almak için yarışan ülkelerin seviyelerinin, hem toplanamayan banka fonlarının ve hem bir döviz krizinin tekrarlamasının tarafsızca ve sağlıklı tahminçileri olduğunu belirlemişlerdir. Froot, O'Connell ve Seasholes (1999), 1994'ten 1998'e kadar ABD'den ve diğer 44 ülkenin iç ve dış yatırımcılardan olan portföy akımlarının davranışı incelenmiştir. Bu çalışmada, yatırımcının pozitif geri besleme kazanımı için güçlü kanıtlar bulunmuştur. Bunlar, yine zaman içinde öneminde artış olduğu görülen akımların korelasyonunda bölgesel faktörler bulmuştur. Bu belirtiler, şokların yayılmasında kurumsal yatırımcıların faaliyetlerinin bir kanal olabileceğini göstermektedir. Bu durum, birkaç kriz dönemi için portföy düzeyinde emeklilik fonlarını analiz eden Kaminsky, Lyons ve Schmukler (1999)'ın kanıtlarınca da teyit edilmiştir. Bu yazarlar, gelişen piyasa fonlarının pozitif momentum gösterdiğini belirlemişlerdir. Momentum, 1994 Meksika krizinde de en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Aynı çalışmada önemli bir bulgu olarak, fonların bulaşma stratejileri kullandığını, yani bir ülkede kriz çıktığında diğerlerinde varlıklarını sattıklarını tesbit etmişlerdir. Bu, Portföy yatırımcılarının faaliyetleri aracılığıyla bulaşmanın yayıldığına ilişkin güçlü güçlü kanıtlar sağlamaktadır [Dornbusch ve Diğ., 2000:15].

3.4.5. Diğer Testler

Uluslararası yayılma mekanizmalarını incelemede bir başka yöntem, uzun dönemde piyasalar arasındaki koentegrasyon vektöründeki değişimleri test etmektir. Örneğin, Longin ve Solnik (1995), 1960'tan 1990'a yedi OECD ülkesini dikkate almış ve ABD ile diğer ülkeler arasında hisse senedi piyasası verimlerinin ortalama korelasyonları, bu 30 yıllık dönemde yaklaşık 0.36 oranında artmıştır. Bu yaklaşım, spesifik olarak bulaşmayı test etmemekle birlikte, uzun dönem içinde artan ticari bütünleşme veya daha fazla sermaye

hareketliliği gibi birçok nedenle artış gösteren piyasa kesit ilişkileri ortaya koymada yararlıdır [Forbes ve Rigobon, 2001:6].

Bulaşmaya ilişkin alternatif bir başka testte, yabancı kaynaklı haberlerin içerdeki finansal değişkenleri etkileyip etkilemediğini incelemektedir (Kaminsky ve Schmukler, 1998; Ganapolsky ve Schmukler, 1998) [Park ve Song, 2000:5]. Buna göre, bir başka ülke kaynaklı haberler, diğer bir ülke piyasalarında anlamlı etkilere neden oluyorsa, bu bulaşma için bir kanıt olmaktadır.

3.5. Bulaşmanın Engellenmesi

Finansal piyasalarda volatilitenin ve bulaşmanın azaltılması son yıllarda yapılması beklenen reformların en önemli konusudur. Örneğin, Fisher (1998), dünya ekonomisinin neden yeni bir uluslararası finansal yapıya ihtiyaç duyduğunu iki nedene bağlamıştır. Birinci neden, gelişen piyasalara giden uluslararası sermaye akımlarının yüksek bir oynaklığa sahip olması ve bunun sık sık ve yıkıcı etkileri olan şoklar ve krizlere yol açması veya en azından krizlerin olumsuz etkilerini büyütmesi sebebiyle, bağımlı durumdaki alıcı ülkelerin güçlerini sınırlandırmasıdır. Diğeri, uluslararası sermaye piyasalarının, bulaşmadan çabuk etkilenir hale gelmesidir. Bulaşmanın derecesini azaltması gereken yeni uluslararası finansal mimariye ilişkin reform önerileri, bulaşmanın önemi ve sebeplerinin iyi anlaşılması ve analiz edilmesi sonrasında yapılandırılmalıdır [Dornbusch ve Diğ., 2000:2].

Finansal piyasalarda bulaşma etkisinin derecesinin azaltılabilmesinde etkili olabilecek bazı uygulamalar; uluslararası sermaye akımlarına seçici ve amaca uygun kontroller uygulamak, döviz kuru rejimlerini esnek hale getirmek, politik olarak yeniden yapılanmak ve yeni düzenleyici kurumlar oluşturmak ve global ölçekte de uluslararası finansal kuruluşların yeniden yapılandırılması olabilir.

Krizlerin önlenmesi veya olumsuz etkilerinin sınırlandırılmasında, uluslararası düzeyde dayanışmanın önemi büyüktür. Nitekim, 1997 Doğu Asya krizinin daha fazla büyümesini engelleyen de global dayanışma olmuştur. Amerikan ekonomisinin olağanüstü performansı, FED'in faiz indirimine gitmesi ve cari işlemler açığının 330 milyar dolar ile tarihi bir zirveye ulaşması global krizin daha çabuk ve hafif atlatılmasını sağlamıştır [DTM, 2000:6].

3.5.1. Sermaye Kontrolleri

Sermaye çıkışına getirilen kontroller, finansal açıdan ve özellikle yaşanan son krizlerden sonra savunulmaya başlanmıştır. Bu kontroller birkaç şekilde

sıralanabilir: Yurt dışına çıkarılan sermayeyi vergilendirmede yürütülen sermaye hesabı işlemlerinde kısıtlamalar, tamamen sermaye transferinin engellenmesi, ikili döviz kuru oranları ve sınır ötesi sermaye hareketlerinin tamamen kısıtlanması [Edison ve Reinhart, 2000:1]. Bu değerlendirmelerin arkasındaki fikir, uluslararası rezervlerin erimesini yavaşlatmada yardımcı olmak, kamu otoritelerinin politika belirlemeleri için zaman kazandırmaktır.

Doğu Asya'daki finansal sistemin şoklara olan kırılabilirliği kısa vadeli borçlanmadan kaynaklanmıştır. Şili ve Kolombiya, uzun vadeli borçlanmalara kıyasla kısa vadeli borçlanmalara daha çok vergi koymak suretiyle, bankaların döviz üzerinden kısa vadeli borçlanmalarının geniş ölçüde engellenebileceğini göstermişlerdir. Sermaye hareketleri üzerindeki böylesi vergilerin haklılığı, bunların negatif bir "externality"yi (dışsallığı), yani sistemik çöküşü azaltabilmeleridir [Edison ve Diğ., 2000:25]. Gelişen piyasalarda sermaye kontrollerine taraftar olanlar, bunun gelişen piyasalarda krizlerin bulaşmasını önleyebileceğini öne sürmektedirler [Edwards, 1998:22].

Finansal bağlantıların önemli bir yayılma kanalı oluşturduğu durumda, sermaye kontrolleri bulaşmayı engelleyebilir. Bununla birlikte, eğer bulaşma ticari bağlantılar veya kriz öncesi koşulların benzerliği nedeniyle ortaya çıkmışsa ve krizler reel şokların sonucu ise finansal entegrasyonu sınırlamanın yararı çok açık değildir. Yine de, sermaye kontrolleri düzensiz bir finansal sektörün sıklıkla ürettiği döviz kurunun hedefi aşması gibi tipik problemlerden kurtulmayı sağlayabilir. Öte yandan sermaye kontrolleri, kriz olmayan sakin dönemlerde ise sermaye hareketlerinin sağladığı tüm avantajlarından mahrum bırakarak ülkeye fırsat maliyeti yüklemektedir.

Sermaye kontrol önlemlerinin, bulaşmadan kaçınmanın ötesinde amaçları olduğu bilinmelidir. Diğer amaçlar arasında, reel döviz kurunun aşırı değer kaybını önlenmesi, sermaye akımlarını dizginlemek ve dış borcun vade yapısını yeniden düzenlemek sayılabilir. Sonuç olarak, sermaye akımlarına sınırlama getiren ülkeler zayıf bulaşma etkilerinden zarar görmez. Bununla birlikte döviz kuru esnekliği ve uzun vadeye yayılan borç yapısının; ülkenin kredi derecelerinin bulaşmayı anlamlı şekilde sınırlandırdığına ilişkin kanıtlar vardır [De Gregorio ve Valdes, 2000:3-17].

Şili'de bulaşmadan kaçınabilmek için sermaye kontrollerinin uygun bir araç olup olmadığı araştırılmıştır. Sermaye akımlarına getirilen kontrollerin Şili'yi nispeten küçük şoklardan koruyabildiği, fakat Doğu Asya, Rusya ve Brezilya gibi önemli krizlerin Şili'yi çok şiddetli olarak etkilediği ve büyük dışsal şoklardan kaynaklanan bulaşmayı önleyemediğini belirlenmiştir [Edwards, 2000:21].

3.5.2. Döviz Kuru Esnekliği ve Bulaşma

IMF döviz rejimlerini üç kategoride değerlendirmektedir. Bu kur rejimleri, sabit (dar bantlar içeren), esnek ve dalgalı kur rejimleridir [De Gregorio ve Valdes, 2000:18]. Bulaşmanın sadece kredi derecelerindeki değişimler kullanılarak ölçülmesi halinde, kurlarda esnekliğin bulaşmanın sınırlandırılmasında anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Nokta tahminler, sabit bir döviz kuru rejiminden dalgalı rejime geçildiğinde, bulaşmayı üçte iki oranında azaltmanın mümkün olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, pazarın en iyi değerlemeyi yaptığını ve esnek döviz kuru rejiminin ekonomileri daha az kırılgan hale getirdiğini gösterdiği için ilgi çekicidir. Türkiye, aynı gerekçeyle çapalı kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçmiştir. Otoriteler değişikliğin gerekçelerinden birinin, ekonominin dış ve iç kaynaklı şoklara direnç kazanması olduğunu belirtmektedirler. Sonuç olarak, sadece kredi dereceleri göstergesi esas alındığında esnek bir döviz kurunun, bulaşmayı azaltabileceği belirlenmiştir.

3.5.3. Ekonomik ve Politik Yeniden Yapılanma

Finansal bulaşmanın risklerini minimize etmek ve bunun güçlü etkilerini daha iyi yönetmek amacıyla, uluslararası finansal kuruluşların yardımı olduğu gibi, hükümetlerin ve gelişen piyasalardaki ve önde gelen sanayileşmiş ülkelerdeki özel sektörün eyleme geçmesini gerekli kılmaktadır. Finansal bulaşma etkisinin risklerini azaltmak için, ülke bazında reformlar yapılması zorunlu olacaktır. Bununla birlikte, reform konularının çoğu genel ekonomik yapıyla ilgilidir ve mali ve cari hesaptaki açıkları kapatma, döviz kurunu çok iyi yönetme, finansal sektörlerin niteliklerinin geliştirilmesi, verilerin şeffaflığının artırılması olarak sıralanabilir.

Finansal çöküşlerden kaçınmanın anahtarı, finansal stabilizasyon politikasının yapısında saklıdır. Geçici finansman, herhangi bir “can simidi” fırlatmakla aynı biçimde iflaslara yol açacak likiditesizliği önleyebilir [Edison ve Diğ., 2000:25]. Uluslararası finansal kuruluşların, erken ve gereken miktarda geçici finansman sağlaması gibi çözümler, problemi önlemenin değil, krizlerin vereceği zararın azaltılması ile bağlantılı bir konudur. Problemin gerçek çözümü, gelişen piyasaları bu geçici çözümlere mahkum eden yanlış ekonomik politikalarından vazgeçmek ve ülke gerçeklerini dikkate alan ve dünya deneyimlerinden de yararlanan doğru politikaların izlenmesinden geçmektedir.

Sonuç ve Öneriler

1960'lı yılların ikinci yarısında, verimlilikle birlikte karların artış hızının düşmeye başlaması, sadece kaynak ihtiyacı içindeki gelişmekte olan ekonomileri değil, gelişmiş ekonomileri de etkilemiştir. Sermaye birikiminin daralmasını doğuran bu gelişmeyle kapitalist sistem, yüzyılın en uzun kriz dalgasına girmiştir. Krizin çekirdeğinde sermaye birikimi yetersizliği yattığından krizin aşılması sermayenin özgürleşmesini; başka bir deyişle en kolay nemalanacağı alana girip çıkabilme olanaklarının yaratılmasını, yani küreselleşmesini gündeme getirmiştir.

Uluslararası fonlar için güvencenin öncelik taşımasından dolayı, tüm gelişmekte olan ülkelere değil, yasal düzenlemeler çerçevesindeki iyi işleyen, organize bir sermaye piyasasını ihdas edebilen ve büyüme potansiyelini harekete geçirmiş sınırlı sayıdaki ülkeye yönelmektedir. Yüksek büyüme oranları yakalama çabalarından dolayı ekonomileri sık sık ısınan gelişmekte olan ülkeler ise sıcak değil serinkanlı paraya ihtiyaç duymaktadır. Bunu başarabilmeleri için gelişmekte olan ülkelerin doğru ekonomik politikaları izlemeleri, politik istikrara önem vermeleri, yasal ve düzenleyici kurumsal altyapılarını sağlamlaştırması gereklidir.

Hükümetlerin, finansal kurumların iflaslarının ve mali piyasalarda yaşanmış olan dengesizliklerin artmasını engellemek, finansal hizmetlerin müşterileri olan tasarruf sahiplerini ve yatırımcıları aşırı fiyatlardan ve mali kurumların fırsatçı yaklaşımlarından korumak, ekonominin belirli sektörlerine kredi tahsisatlarını temin etmek, politik gücün belirli grupların elinde toplanmasını engellemek, piyasa mekanizmasının etkinliğini sınırlandıran unsurları ortadan kaldırmak ve rekabet düzeyini artırmak en önemli görevleridir. Hisse senedi piyasalarının etkinliğini arttırmak için, piyasa katılımcılarının suistimal yapmaları önlenmeli, işletmelerin şeffaflaşması sağlanmalı ve uzun vadeli yatırımcılar teşvik edilmelidir.

Gelişen piyasalarda yurtdışı yatırımlara getirilen sınırlamaların kaldırılması ve likidite, açıklık, bilgi akışı, kar transferi, gözetim, denetim konularında karşılaşılan sorunların iyileştirilmesi, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelen fon transferini kolaylaştırıcı etki yapmaktadır. Ancak, bunun tersi de geçerlidir. Uluslararası sermaye, kriz olasılığı yönünde herhangi bir tedirginlik hissettiğinde, herhangi bir engelleme olmadan süratle geri kaçabilmekte, terk ettiği ülkenin daha büyük bir bunalıma girmesini teşvik etmektedir. Bunu önleyebilmek için, Malezya'nın başarıyla uyguladığı kısmi sermaye kontrolleri tercih edilebilir. Ancak, uluslararası sermayenin spekülatif ataklarına karşı koyabilmenin en doğru yolu, doğru mali ve parasal politikaların izlenmesi ve ülkenin kendi kaynaklarını harekete geçirebilecek düzenlemelerin yapılmasıdır.

Ekonominin bulaşıcı krizlerden korunmasını sağlamak için aşağıdaki önlemler alınabilir:

- Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri ile oluşacak büyük cari açıklardan kaçınmalıdır.
- Banka ve şirketlerin risklerini güven içinde yönetmelerini sağlayabilmek için, finansal sistem daha aktif olarak düzenlenmeli ve denetlenmelidir.
- Varlık-kaynak uyumu için ihtiyati düzenleme ve uluslararası kabul görmüş normların uygulanacağı portföy ve borçlanma standartları konulmalıdır.
- En azından Basel Standartlarını veya daha fazlasını sağlayan sermaye yeterliliği düzenlemeleri getirilmelidir.
- İçerden bilgi ticaretini ve borç değerlendirme ve kredi değerliliği ve standartlarının konusu olmayan grup içi borçlanmayı önlemek için açık yönetim kuralları konulmalıdır.
- Denetlenmiş finansal tabloların kamuya zorunlu olarak açıklanması yoluyla yatırımcılar ve mudiler için şeffaflık sağlanmalıdır.
- Özel borçların güvence altına alınması ve sağlanan mevduat sigortasının sınırlanması. Bu sayede, kriz olduğu takdirde kamunun umulmadık borç yükü alması önenebilir ve risk yatırımcılar ile mudiler arasında paylaşılır.
- Sağlıklı işletme finansı için, yüksek kaldıraç oranlarından ve yabancı kaynaklara aşırı bel bağlamaktan kaçınmayı bilinçaltına yerleştirmelidir.

Uluslararası kuruluşlar da, uluslararası işlemleri bakımından önemli bir finansal kurumun iflas riskiyle karşı karşıya kalması durumunda, bu durumun uluslararası anlamda bir sistemik riske dönüşmesini engellemek ve riskin yayılmasını önlemek için daha kararlı ve çabuk davranmalıdır. Bu ise, uluslararası otoritelerin arasında çok sıkı bir işbirliğini ve ilgili kurumların geçici likidite sorunlarını çözecek kaynakların, kredi kanalları yoluyla teminini gerekli kılmaktadır.

Finansal piyasalarla ilgili otoritelerin krizlerin daha fazla yayılmadan engellenmesi noktasındaki müdahale zamanlarının kısılması ve daha çabuk davranması, krizin nispeten çabuk atlatılmasını sağlarken, son Asya krizinde özellikle bazı ülkelerin müdahalede geç kalması, ilgili ülkeler açısından telafisi güç mali sıkıntılar doğurmuştur. Bu nedenle, uluslararası entegrasyonun hızla arttığı bir ortamda, finansal piyasalarla ilgili otoriteler arasındaki işbirliğinin önemi daha da öne çıkmaktadır.

Sonuç olarak, bugün hiçbir gelişmekte olan ülke, daha entegre bir dünyanın üyesi olarak diğer ülkelerdeki olumsuz gelişmeler karşısında duyarsız kalamazlar. Ancak, makroekonomik dengeleri sağlam ve kırılğan olmayan ekonomik ve finansal bünyeye sahip olan gelişmekte olan ülkeler, diğer ülkelerdeki finansal kriz ve diğer şokları en az zararlarla geçiştirebilirler. Bir ülkede ekonomik etkinliğin artırılması ve finansal riskin azaltılması için, öncelikle ekonomik ve finansal politikaların yeniden düzenlenmesi ve bunların özenli bir şekilde uygulanması gerekmektedir. Gerçekten de, gelişen piyasa finansal krizlerinden, yapısal reformları uygulayan gelişmekte olan ekonomiler zarar görmeyecek ve bulaşma riski kontrol altına alınmış olacaktır.

Kaynakça

KİTAPLAR

- AGTMAEL, Antoine W.**, “Internationalizing the Emerging Securities Markets- Option or Necessity”, Inflation and Capital Markets, (Proceedings of the OECD-CMB Conference) ; SPK Yayını, No:7, Ağustos, Ankara-1986.
- AKGÜÇ, Öztin**, “Finansal Yönetim”; Muhasebe Enstitüsü Yayını, Yayın No:63, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul-1994.
- ALP, Ali**, Finansın Uluslararasılaşması, Yapı Kredi yayınları, No:1337, İstanbul-2000.
- ASLAN, Nurdan**, “Uluslararası Sermaye Akımları”, Evrim Yayınevi, Yayın No: 41, İstanbul-1995.
- BERKSOY, Taner, Burak SALTUKOĞLU**, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri; İTO Yayını, Yayın No: 1998-58; İstanbul-1998.
- BOLAK, Mehmet**, Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Basım Yayın, 1. Baskı, İstanbul-1991.
- CEYLAN, Ali, Turhan KORKMAZ**, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Kitabevi, Bursa-2000.
- COŞKUN, Recai**, Küreselleşme ve Uluslararası İşletmecilik, Sakarya Kitabevi, Adapazarı-2002.
- DOĞU, Murat**, Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye, SPK Yayını, No:27, Ankara-1996.
- EĞİLMEZ, Mahfi ve Ercan KUMCU**, Krizleri Nasıl Çıkardık, Creative Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul - 2001].
- ERDOĞAN, Oral**, Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Türkiye, İMKB Araştırma Yayınları, No:2, İstanbul-1994.
- FERTEKLİĞİL, Azmi**, “Türkiye’de Borsanın Tarihçesi”, İMKB Yayını, Nisan, İstanbul-2000.

- FRIEND, Irwin**, “Effect of Inflation on Corporate Profitability and Stock Valuation”, *Inflation and Capital Markets*, SPK Yayını, No: 7, August, Ankara-1986.
- GOLDSTEIN, Morris, Philip TURNER**, Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri, Çev., A. İhsan Karacan, Dünya Yayıncılık, No:9, İstanbul-1999.
- İMKB**, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayını, No:14, Temmuz, İstanbul-1999.
- JEFFREY, E. Curry**, Uluslararası Ekonomi, Çev., Berk Kaplaner, Kontent Kitap, İstanbul-2002.
- KARSLI, Muharrem**, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İrfan Yayıncılık, 4. Baskı, İstanbul-1994.
- KINDLEBERGER, Charles**, Manias, Panics and Crashes, Basic Books, New York-1989.
- KRUGMAN, Paul**, Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü, Çev., Ayşenur Domaniç, Literatür Yayınları, No:60, İstanbul-2001.
- ÖÇAL, Tezer, Ö. Faruk ÇOLAK**, Finansal Sistem ve Bankalar, Nobel Yayın Dağıtım, No:131, Ankara -1999.
- ÖZDEMİR, Muharrem**, Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara-1997.
- PARASIZ, İlker**, Para Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi, 5. Baskı, Bursa-1994.
- PARASIZ, İlker**, Kriz Ekonomisi, Ezgi Kitabevi, 2. Baskı, Bursa-1996
- ROSIER, Bernard**, İktisadi Kriz Kuramları, Çev., Nurhan Yentürk, İletişim Yayınları, İstanbul-1988.
- SARIKAMIŞ, Cevat**, Sermaye Piyasaları, Alfa Basım Yayım, No:213, İstanbul-1995.
- SOLNIK, Bruno**, International Investments, Adison–Wesley Publishing Company Inc., 1988.
- TARI, Recep**, Ekonometri, Alfa Basım Yayım, No:609, İstanbul-1995.
- TEZCANLI, Meral Varış ve Diğ.**, Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, İMKB Araştırma Yayınları, No:3, İstanbul-1994.
- UZUNOĞLU, Sadi ve Diğ.**, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İMKB Yayını, No: 6, İstanbul-1995.
- ÜNAL, Targan**, Dünya’da ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsalar, İkinci Baskı, İTO Yayını, No:1991-23, İstanbul-1993.
- ÜNAL, Targan**, Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, İMKB Araştırma Yayınları, No:7, İstanbul-1995.
- WORLD BANK**, East Asia: Recovery and Beyond, Washington D.C., 2000a.

YAY, Turan ve Diğ., Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İTO Yayını, No:2001-47, İstanbul-2001.

YILDIZOĞLU, Ergin, Globalleşme ve Kriz, Alan Yayıncılık, I. Baskı, İstanbul-1996.

YÜCE, Ayşe, An Examination of Emerging Stock Exchange: The Case of Turkish Market, SPK Yayını, No 39, Ankara-1996.

YÜLEK, Murat A., Financial Liberalization and The Real Economy, Türkiye Deneyimi”, SPK Yayını; No: 110; Ankara; Ocak 1998.

MAKALELER

AKÇAY, Belgin ve Eren ÖĞRETMEN, “Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de Mali Piyasalar”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı: 10, Yıl: 32, Ekim 1995, 43-57.

AKDOĞAN, Haluk, “A Suggested Approach to Country Selection in International Portfolio Diversification”, The Journal Of Portfolio Management, Fall 1996, s: 33-39.

AKTAN, Coşkun Can, “Global Ekonomik Entegrasyon ve Türkiye”, Dış Ticaret Dergisi, Yıl:4, Sayı:12, Ocak 1999, s:1-29.

ALPER, C. Emre, Ziya ÖNİŞ, “Finansal Küreselleşme, Demokrasî Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşayan Sürekli Krizler: Sermiyen Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi” Doğu Batı Düşünce Dergisi, Yıl:4, Sayı:17, Kasım- Ocak 2001-2002, s:203-225.

AKYÜZ, Abdullah, “Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye”, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:8, Sayı:87, Haziran, 1993, s:11-19.

ALLEN, Gregory C., “Performance Attribution for Global Equity Portfolios”, The Journal Of Portfolio Management, Fall 1991, s:59-65.

ALP, Ali, “Finansal Piyasaların Uluslararası Düzeyde Entegrasyonu ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Sayı:162, Eylül, 1999, s:60-69.

ASLAN, Nurdan, “Kalkınmakta Olan Ülkelerde Sermaye Akımları”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı 12, Yıl 32, Aralık 1995b.

ASLAN, Nurdan, “Finansal Piyasaların Serbestleşmesi”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı 1, Yıl 33, Ocak 1996, s:17-22.

AYBAR, Sedat, “Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Kararları”, İktisat Dergisi, Sayı:400, Nisan 2000: s:43-47.

BALABAN, Ercan, H. Baturalp CANDEMİR, “Yabancı Yatırımcılar İçin Kur Riskinden Korunmak Gerekli mi?”, İktisat İşletme ve Finans, Yıl: 10, Sayı: 114, Eylül, 1995, 57-64.

BALABAN, Ercan, H. Baturalp CANDEMİR, “İMKB’de Bahama Etkileri”, İktisat İşletme ve Finans, Yıl: 10, Sayı: 113, Ağustos, 1995, 93-104.

- BALABAN, Ercan**, “İMKB’de Ocak Ayı Etkisi, Ömer Hayyam Etkisi ve Ümit Yaşar Etkisi”, *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 10, Sayı: 113, Ağustos, 1995, 75-88.
- BALKAN, Neşecan**, “Az Gelişmiş Ülkelerde Yeni-Liberal Uygulamaların Sonuçları: Meksika Örneği”, *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 11, Sayı: 1184, Ocak, 1996, 4-17.
- BAXTER, Marianne, Urban J. JERMANN**, “The International Diversification Puzzle Is Worse Than You Think”, *The American Economic Review*, Vol 87: No 1, March 1997, s:170-180.
- BEKAERT, Geert, Campbell R. HARVEY**, “Time-Varying World Market Integration”, *Journal of Finance*, 50(2), June 1995, s: 403-444.
- BEKAERT, Geert, Michael S. URIAS**, “Diversification, Integration, and Emerging Market Closed-End Funds”, *Journal of Finance*, 51(3), July 1996, s:835-869.
- BEKAERT, Geert and Campbell R. HARVEY**, “Emerging Equity Market Volatility”, *Journal of Financial Economics*, Sayı: 43, 1997, s:29-77.
- BENCIVENGA, Valerie R. ve Diğ.**, “Equity Markets, Transactions Cost, and Capital Accumulation: An Illustration”, *The World Bank Economic Review*, Yıl:10, Sayı:2, 1996, s:241-265.
- BHIDE, Amar**, “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity”, *Journal of Financial Economics*, Sayı 34, 1993, s:31-51.
- BONSER-NEAL, Catherina ve Diğ.**, “International Investment Restrictions and Closed-End Country Fund Prices”, *Journal of Finance*, 45 (2), 1990, s:523-547.
- BORATAV Korkut**, “Gelişme, Sanayileşme İkinci Plana Atıldı”, *İktisat Dergisi Özel Sayı*, Ağustos 1994, s: 15-16.
- BOYD, John H., Bruce SMITH**, “The Coevolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process”, *The World Bank Economic Review*, Yıl:10, Sayı:2, May 1996, s:371-396.
- CELASUN, Merih**, “Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001” *Doğu Batı Düşünce Dergisi*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım- Ocak 2001-2002, s:161-180.
- CHAN, K. C. ve Diğ.**, “Global Financial Markets and the Risk Premium on U.S. Equity”, *Journal of Financial Economics*, Sayı: 32, 1992, s:137-167.
- DAĞLI, Hüseyin**; “Türkiye’nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri”, *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar*, İMKB - İşletme ve Finans; İşletme ve Finans Yayını, Ankara, 1996.

- DAĞLI, Hüseyin**, “Uluslararası Performan Aracı Olarak IFC Hisse Senedi Endeksleri”, *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 13, Sayı:143, Şubat 1998, s:28-51.
- DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı, Harry HUIZINGA**, “Barriers to Portfolio Investments in Emerging Stock Markets”, *Journal of Development Economics*, Vol: 47, August 1995, s:355-374.
- DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı, Vojislav MAKSIMOVIC**, “Stock Market Development and Financing Choices of Firms”, *The World Bank Economic Review*, Yıl:10, Sayı:2, 1996, s:341-369.
- DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı, Ross LEVINE**, “Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview”, *The World Bank Economic Review*, Yıl:10, Sayı:2, 1996a, s:223-239.
- DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı, Ross LEVINE**, “Stock Market Development and Financial Intermediaris: Stylized Facts”, *The World Bank Economic Review*, Yıl:10, Sayı:2, 1996b, s:291-321.
- DICKINSON, John P., Kinandu MURAGU**, “Market Efficiency in Developing Countries: A case-study of the Nairobi Stock Exchange”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol:21, No:1, January 1994, s:133-150.
- DIVECHA, Arjun B. ve Diğ.**, “Emerging Markets: A Quantitative Perspective”, *The Journal Of Portfolio Management*, Sayı:19, No:1, Fall 1992, s:41-50.
- DOĞUKANLI, Hatice**, “Gelişen Finansal Pazarlar ve Türkiye’nin Bu Pazarlar İçindeki Yeri”, *Bankacılık Dergisi*, Yıl:4, Sayı:13, 1997, s:69-76.
- DTM**, “Dünya ve Globalleşme”, *Dünya’da ve Türkiye’de Ekonomik Gelişmeler*, Sayı:1, Ocak 2000, s:5-7.
- DURMAZ, Nuran**, “Yabancı Kurumsal Yatırımcıların İMKB’deki Rolü”, *İktisat Dergisi*, Sayı:400, Nisan 2000: s:41-42.
- EDWARDS, Sebastian**, “Sequencing Economic Liberalization in Developing Countries”, *Finance & Development*, March 1987, 26-30, Çev., Harun Bal, *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl 12, Sayı 133, Nisan 1997, s:56-60.
- ERGENEKON, Çağatay**, “Uluslararası Fon Transferlerinde Yükselen Dalga Özel Emeklilik Fonları”, *Fidyak Bülten*, Sayı 3, Haziran 1998, s:9-13.
- EROL, Ümit**, “2000 Yılına Doğru Türk Borsası”, *İktisat Dergisi*, Sayı:387, Şubat-Mart 1999, s:5-8.
- ERRUNZA, Vihang, Ettienne LOSQ**, “International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test”, *Journal of Finance*, 15 (1), Mart 1985, s:105-124.
- ERRUNZA, Vihang, Ettienne LOSQ**, “How Risky Are Emerging Markets?”, *The Journal of Portfolio Management*, Fall, 1987, s:62-67.

- ERRUNZA, Vihang, Etienne LOSQ**, “Capital Flow Controlls, International Asset Pricing and Investors’ Welfare: A Multi-Country Framework”, *Journal of Finance*, 44 (4), September 1989, s:1025-1037.
- ERRUNZA, Vihang**, “Emerging Markets: Some New Concepts”, *The Journal of Portfolio Management*, Vol: 20, No: 3, Spring 1994, s: 82-87.
- ERRUNZA, Vihang ve Diğ.**, “Test of Integration Mild Segmentation and Segmentation Hypotheses”, *Journal of Banking and Finance*, 16 (5), 1992, s:949-972.
- ESEN, Oğuz**, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Yatırımlarının Etkileri”, *Ekonomide Durum*, Kış 1997, s:152-157.
- ESEN, Oğuz**, “Ekonomik GelişmeninYolu Sermaye Piyasalarından mı Geçiyor?”, *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:149, Ağustos, 1998, s:27-36.
- FELDMAN, Robert A., Manmohan S. KUMAR**, “Emerging Equity Markets: Growth, Benefits, and Policy Concerns”, *World Bank Research Observer*, August, 1995, s:181-200.
- GİAVAZZİ, F. A. GIOVANNİ**, “The EMS and the Dollar”, *Economic Policy*, No:4, 1986.
- GÜLTEKİN, Mustafa N. ve Diğ.**, “Capital Controls and International Capital Market Segmentation: The Evidence from the Japanese and American Stock Markets”, *Journal of Finance*, 44 (4), September 1989, s: 849-869.
- GÜLTEKİN, N. Bülent**, “Stock Market Returns and Inflation: Evidence from Other Countries”, *Journal of Finance*, 38 (1), Mart 1983, s:49-65.
- GÜRLESEL, Can Fuat**, “Türk Sermaye Piyasalarından Kaynak Kullanımı”, *Fidyak Bülten*, Sayı 3, Haziran 1998, s:2-5.
- HAMORİ, Shigeyuki**, “Test of International Equity Integration of Japan”, *Economic Letters*, Sayı: 42, 1993, s:71-76.
- HARVEY, Campbell R.**, “The World Price of Covaryance Risk”, *Journal of Finance*, 46 (1), Mart 1991, s:111-157.
- HİETALA, Pekka T**, “Asset Pricing in Partially Segmented Markets: Evidence from the Finnish Market”, *Journal of Finance*, 44 (3), July 1989, s:697-718.
- JONES, Charles P. Vejack W. WILSON**, “Is Stock Price Volatility Increasing?”, *Financial Journal Analysts*, November-December 1989, s:20-26.
- JORION, Philippe, Eduardo SCHWARTZ**, “Integration vs. Segmentation in the Canadian Stock Market”, *Journal of Finance*, 41 (3), Temmuz 1986, s:603-612.
- KARGI, Nihal**, “Türkiye’de Hisse Senedi Piyasasının Finansal Yatırım Sistemindeki Yeri; Bir VAR Analizi”, *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:143, Şubat, 1998, s:52-65.

- KAYACAN, Murad ve A. O. GÜRBÜZ**, “Finansal Pazarlarda ve Özellikle Türev Ürün Piyasalarında Risk ve Krize Yeni Bir Yaklaşım: Sistemik Risk ve Sistemik Kriz”, *Aktif Finans*, Sayı:16, Ocak-Şubat 2001, s:6-13.
- KAZGAN Gülten**, “Krizin Asıl Nedeni Aşırı Serbestlik”, *İktisat Dergisi Özel Sayı*, Ağustos 1994, s:15-16.
- KHAMBATA, Daru**, “Impact of foreign Investment on Volatility and Growth of Emerging Stock Market”, *Multinational Business Review*, Sayı: 8, 2000, s:50-59.
- KORAJCZYK, Robert A.**, “A Measure of Stock Market Integration for Developed and Emerging Markets”, *The World Bank Economic Review*, Yıl:10, Sayı:2, 1996, s:267-289.
- KOZANOĞLU, Hayri**, “Finansal Piyasaların Karabasanı: Türev Piyasalar”, *İktisat Dergisi*, Eylül 1994, s: 56-60.
- KUMCU, Ercan**, “Kasım ve Aralık Aylarına Dikkat”, *Hürriyet*, 25 Ekim 2000.
- KYLE, Albert S., Wei XIONG**, “Contagion as a Wealth Effect”, *Financial Economics* 62 (2), 2001, s:247-292.
- LAKONISHOK, Josef ve Diğ.**, “The Impact of Institutional Trading on Stock Prices”, *Journal of Financial Economics*, Sayı:32, 1992, s:23-43.
- LEVINE, Ross**, “Stock Markets, Growth, and Tax Policy”, *Journal of Finance*, 46 (4), 1991, s:1445-1465.
- LEVINE, Ross, Sara ZERVOS**, “Stock Market Development and Long-Run Growth”, *The World Bank Economic Review*, Yıl:10, Sayı:2, 1996, s:323-339.
- MATHIESON, Donald ve Liliana ROJAZ-SUAREZ**, “Liberalizing the Capital Account”, *Finance and Development*, December 1992.
- MICHAUD, Richard O. ve Diğ.**, “Twenty Years of International Equity Investing”, *The Journal Of Portfolio Management*, Fall, 1996, s:9-22.
- OBSTFELD, Maurice**, “Risk-Taking, Global Diversification, and Growth”, *American Economic Review*, 84 (5), Aralık 1994, s:1310-1329.
- ODIER, Patrick, Bruno SOLNIK**, “Lessons for International Asset Allocation”, *Financial Analysts Journal*, Mart- Nisan 1993, s:63-77.
- ROUCHE, David**, “Why the Emerging-Market Crisis Won't Spread”, *Euromoney*, No:338, August 2001.
- SAYILGAN, Şevket**, “Uluslararası Finansal Krizler ve Globalleşme İlişkisi”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayı:61, Yıl 37, Haziran 2000, s:31-43.
- SEMENT, Serdar**, “Kurumsal Yatırımcılar ve Emeklilik Fonları”, *İktisat Dergisi*, Sayı:400, Nisan 2000: s:65-66.

- SPEIDALL, Lawrance S., Ross SAPPENFIELD**, “Global Diversification in a Shrinking World”, *The Journal Of Portfolio Management*, Fall 1992, s:57-67.
- TELATAR, Funda E.**, “Türkiye’de Enflasyon ve Reel Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkiler”, *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 13, Sayı: 149, Ağustos 1998, s:37-46.
- TUNCA, Zafer**, “Asya Krizinde Yapısal Sorunlar” *İSO Dergisi*, Sayı: 386, Mayıs 1998, s:33-34.
- TUNCER, Nihat**, “Para krizleri ve Türkiye”, *İktisat Dergisi*, Sayı:410-411, Şubat-Mart 2001, s:42-51.
- UGAN, Gökhan**, “Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarında Sistemik Risk Yönetimi”, *İMKB Dergisi*, Yıl:1, Sayı:2, Nisan-Haziran 1997, s:51-68.
- YELDAN, Erinç**, “Türkiye Ekonomisinde 2000-2001 KrizininYapısal Kaynakları Üzerine, Doğu Batı Düşünce Dergisi, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Ocak 2001-2002, s:187-196.
- YÜCE, Ayşe, C. SIMGA-MUGAN**, “An Investigation of the Short- and Long-term Relationships Between Turkish Financial Markets”, *The European Journal of Finance*, Sayı 2, 1996, s:305-317.

RAPORLAR

- AKÇAY, Cevdet, Ünal ZENGİNOBUZ**, “Vulnerability to Purely Contagious Balance of Payment Crises in Emerging Economies: An Application to the Cases of Russia, Turkey, and Brazil”, *Boğaziçi Üniversitesi Working Paper*, 2000.
- BAIG, Taimur, İlan GOLDEFAJN**, “Financial Market Contagion in the Asian Crisis”, *IMF Staff Paper*, Vol.46, No:2, June 1999, s:167-195
- BEKAERT, Geert, Campbell R. HARVEY**; “Foreign Speculators and Emerging Equity Markets”, *NBER Working Paper*, No: W6312, 12/97.
- BEKAERT, Gert**; “Market İntegration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets”; *Investing in Emerging Markets*, (Editor: Michael J. Howell) *Euromoney Books Publications*, s:271-298, London 1994.
- CALVO, Guillermo A., Enrique G. MENDOZA**; “Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets”, *Duke Economics Working Paper*, 97-26, 05/17/99.
- CHEN, Zhaohui, Mohsin S. KHAN**, “Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective”, *IMF Working Paper*, WP/97/13, January 1997.
- CLAESSENS, Stijn**, “Assessing Investment Potential and Security Design”, *Investing in Emerging Markets*, (Editor: Michael J. Howell) *Euromoney Books Publications*, s:104-115, London 1994.

- CLAESSENS, Stijn ve Diğ.**, “Portfolio Capital Flows: Hot or Cool?, Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s:55-79, London 1994.
- CLAESSENS, Stijn, Sudarshan GOOPTU**, “Investing in Emerging Markets, Introduction”; Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s: ix-x, London 1994.
- DAĞLI, Hüseyin**; “Türk ve İsrail Hisse Senedi Piyasaları: Genel Bir Karşılaştırma”; KTÜ Yayını, Ağustos 1996.
- DE SANTİS, Giorgio**, “Asset Pricing and Portfolio Diversification: Evidence from Emerging Financial Markets”, Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s: 116-174, London 1994.
- DIWAN, Ishac ve Diğ.**, “Diversification Benefits of Country Funds”, Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s: 199-218, London 1994.
- EDISON, Hali J. ve Diğ.**, “Asset Bubbles, Domino Effects and ‘Lifeboats’: Element of the East Asian Crisis”, International Finance Discussion Papers, The Federal Reserve Board, No:606; 2000.
- EDISON, Hali J., Carmen M., REINHART**, “Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand”, International Finance Discussion Papers, The Federal Reserve Board, No:662, March 2000.
- EDWARDS, Sebastian**; “Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion”, NBER Working Paper, No:W6756, Kasım 1998.
- EDWARDS, Sebastian, Raul SUSMEL**, “Volatility Dependence and Contagion in Emerging Equity Markets”, NBER Working Paper, No:8506, Kasım 2001.
- EICHENGREEN, Barry, Donald MATHIESON**; “Hedge Funds and Financial Market Dynamics”, Occasional Paper, No:181, IMF, Washington D.C., 1998.
- FORBES, Kristin, Roberto RİGOBON**; “No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-Movements”, NBER Working Paper, No:7267, Kasım 2001.
- FURMAN, Jason, Joseph E. STIGLITZ**; “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, Brookings Papers on Economic Activity 2, 1998, 1-135.
- GOOPTU, Sudarshan**, “Portfolio Investment Flows To Emerging Markets”, Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s: 17-43, London 1994.

- GREEN, Cristopher ve Diğ.**, “Key Microstructure and Policy Issues for Emerging Stock Markets: What Have We Learned?”, Finance and Development Research Programme Paper, No:16, May 2000.
- GUIDOTTİ, Pablo**; “Currency Reserves and Debt”, Speech to World Bank Conference on recent Trends in Reserves Management, Washington D.C.,1999.
- HARVEY, Campbell R.**, “The Risk Exposure of Emerging Equity Markets”, Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s:116-173, London 1994.
- HOWELL, Michael**, “Investing in Emerging Markets, Foreword”, Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s: vi-viii, London 1994.
- HOWELL, Michael**, “Equity Flows to Emerging Markets”; Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s:1-17, London 1994.
- HOWELL, Michael**, “2001: An Economic Odyssey”; Investing in Emerging Markets, (Editor: Michael J. Howell) Euromoney Books Publications, s:80-103, London 1994.
- KODRES, L., M. PRITSKER**, “A Rational Expectations Model of Financial Contagion”, Finance and Economics Discussion Series, The Federal Reserve Board, 08/2000.
- ORSETTI, Giancarlo ve Diğ.**, “What Caused The Asian Currency and Financial Crisis? A Macroeconomic Overview”, Processed (September), New York University, 1998.
- REDALET, Steven, Jeffrey D. SACHS**, “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, Brooking Papers on Economic Activity 1, 1998a, s:1-90.
- REDALET, Steven, Jeffrey D. SACHS**; “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, NBER Working Paper, No: 6680, 1998b.
- SAK, Güven**, “İstanbul Stock Exchange and the Corporate Sector: Reflections on the Turkish Experience in Financial Liberalisation”, ERF Workshop Paper, Temmuz 1994.
- SCHINASI Garry J. ve Todd SMITH**; “Portfolio Diversification, Leverage, and Financial Contagion”; IMF Working Paper; No: WP/99/136, 1999.
- SUMMERS, Lawrence H.**, “Roots of Asian Crises and the Road to a Stronger Global Financial System” , Remarks made at the Institute of International Finance, 1998.
- YILMAZ, Kamil**, “Emerging Stock Markets”, Koç Üniversitesi, Working Papers, Haziran 1999.

KONFERANS, SEMİNER VE SEMPOZYUMLAR

- ABEYSINGHE, Tilak**, “The Meltdown and Transmission of Recession within the ASEAN4 and NIE4”; Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- ALBA, Pedro ve Diğ.**, “Volatility and Contagion in a Financially-Integrated World: Lessons from East Asia’s Recent Experience”, “Asia Pasific Financial Liberalizasyon and Reform Conference”, May 20-22, Tayland, 1998.
- AŞIKOĞLU, Rıza, Hakan ÇELIKKOL**, “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Finansal Risk ve Kaçınma Yolları”, V. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu, Finansal Piyasalarda Risk Yönetimi, 08-11 Kasım 2001, Bandırma..
- BAIG, Taimur, Ilan GOLDEFAJN**, “The Russian Default and the Contagion to Brazil”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- BAZDRESCH, Santiago, Alejandro WERNER**, “Contagion of Financial Crisis: The Case of Mexico”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- BORDO, Michael, Antu P. MURSHID**, “The International Transmission of Financial Crises Before World War II: Was There Contagion?”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- CHANG, Roberto, Giovanni MAJNONI**, “International Contagion: Implications for Policy”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- DAĞLI, Hüseyin**, “Yatırım Fonlarında Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”, Yöneyem Araştırması ve Endüstri Mühendisliği XVII. Ulusal Kongresi, ODTÜ, 10-11 Temmuz; Ankara, 1995.
- DE GREGORIO, Jose and Rodrigo VALDES**, “Crisis Transmission: Evidence from Debt, Tequila and Asian Flu Crisis”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- DORNBUSH Rudiger ve Diğ.**, “International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.

- EICHENGREEN, Barry ve Diğ.,** “Flight to Quality: Investor Risk Tolerance and The Spread of Emerging Market Crisis”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- FORBES, Kristin and Roberto RIGOBON,** “Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- HAWKINS, John and Philip TURNER,** “International Reform: Some Issues”, International Financial Contagion:How It Spreads and How It Can Be Stopped Conference, February 3-4, Washington DC, 2000.
- KAWAI, Masahiro ve Diğ.,** “Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lesson”, Seminar on ASEAN Macroeconomic Outlook and Economic Recovery, November 10, Manila, 1999.
- KAMINSKY, Graciela L. ve Diğ.,** “Economic Fragility, Liquidity, and Risk: The Behaviour of Mutual Funds During Crisis”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- ORTIZ, Edgar,** “Take-off into Development and Emerging Capital Markets: Stages of Financial Development and Equity Financing”, International Finance in the New World Order-Conference, New York 1995.
- PARK, Yung Chul, Chi-Young SONG,** “Financial Contagion in the East Asian Crisis: With Special Reference to the Republic of Korea”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.
- PRITSKER, Matthew,** “The Channels for Financial Contagion”, Conference on International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4 , Washington DC, 2000 .
- TORAMAN, Cengiz,** “Gelişen Piyasalarda Finansal Risk Yönetimi”, V. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu, Finansal Piyasalarda Risk Yönetimi, 08-11 Kasım, Bandırma, 2001.
- UĞURLU, Mehmet,** “Finansal Piyasalarda Risk Yönetim Aracı Olarak Türev Piyasalar”, V. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu, Finansal Piyasalarda Risk Yönetimi, 08-11 Kasım, Bandırma, 2001.
- VAN RIJKEGHEM, Caroline and Beatrice S. WEDER,** “Financial Contagion: Spillovers through Banking Centers”, Conference on International Financial Contagion:How It Spreads and How It Can Be Stopped, February 3-4, Washington DC, 2000.

ANSİKLOPEDİLER

GÖKÇE, Deniz, Para & Finans Ansiklopedisi, Creative Yayıncılık ve Tanıtım LTD, 1996.

GÜRLESEL, Can Fuat, “Kurumsal Yatırımcılar”, “Global Finansal Piyasalar (Global Financial Markets)”, “Kurumsal Yatırımcılar (Institutional Investors)”, Menkul Kıymet Borsalarının Doğuşu ve Gelişimi”, Para & Finans Ansiklopedisi, Creative Yayıncılık ve Tanıtım LTD, İstanbul-1996.

ÖKTE, Kutluğhan S., “Volatilite (Volatility)”, “Gelişen Borsalar (Emerging Stock Markets)”, “Likidite ve Borsalar”, Para ve Finans Ansiklopedisi, Creative Yayıncılık ve Tanıtım LTD, 1996.

YILLIKLAR VE İSTATİSTİKLER

DTM, Başlıca Ekonomik Göstergeler: Ocak-Şubat, Ankara-1999.

IFC, Emerging Stock Markets Factbook 1997 ; Washington D.C.-1997.

IFC, “Emerging Stock Markets Factbook 1998 ; Washington D.C.-1998.

IMF; “International Capital Markets:Development, Prospects, and Key Policy Issues”, Washington D.C., 1998.

IMF; World Economic Outlook, Washington D.C.-1998.

IME, “World Economic Outlook”, Washington D.C.-2000.

İTO, Aylık Ekonomik Veriler: Aralık, İstanbul-2001.

TCMB, Üç Aylık Aylık Bülten: Temmuz-Eylül 1998, Ankara –1998a.

TCMB, Yıllık Rapor 1998, Ankara –1998b.

TCMB, Aylık İstatistik Bülteni: Mart 1999, Ankara -1999.

UNCTAD; Trade and Development Report, 1999.

WORLD BANK, World Economic Prospects and Developing Economies, 1996.

WORLD BANK, Global Development Finance”, World Bank, Washington D.C.-2000b.

WORLD BANK, World Development Indicators, Washington D.C.-2001b.

WORLD BANK, Globalization, Growth and Poverty: Building an Exclusive World Economy, Washington D.C.-2002a.

WORLD BANK, 2001 World Development Indicators, Washington D.C.-2002b.

WORLD BANK, World Development Report 2000/2001, Washington D.C.-2002c.

İNTERNET KAYNAKLARI

- AKDİŞ, Muhammet**, “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye Finansal Krizler - Beklentiler”, http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m_akdis.htm/2001.
- BORDO, Michael D.**, “International Rescues Versus Bailouts: An Historical Perspective”, <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion/documents/bordo.pdf/10/22/98>.
- CALVO, Guillermo A.**; “Contagion In Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier”, <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp.htm/05/02/99>
- EDWARDS, Sebastian**; “Contagion”, 1999 World Economy Lecture, April 2000, http://www.mtholyoke.edu/~pschneid/course_outline_and_readings.htm/2000
- IFC**; “Financial Contagion”; <http://newrisk.ifci.ch/146080.htm/09.05.2000>
- VALDES, Rodrigo**, “Emerging Markets Contagion: Evidence and Theory”, <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%contagion/topicf.asp/03/97>
- VOGEL, T. Thomas**, “The Great Latin American Contagion Didn’t Happen”, Sao Paulo, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com:ThomasT.Vogel/2001>
- WORLD BANKA**; “Definitions and Causes of Contagion” <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/index.html/02.2001>

TEZLER

- BÖKESOY, Aslı**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve New York Menkul Kıymetler Borsası Arasındaki Etkileşim, Yüksek Lisans Tezi, 1994.
- DOĞU, Murat**, Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniv., 1996.
- ÇELİK, Demet**, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerinin Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kasım-2001.

Gelişen Piyasalarda Finansal Krizlerin Bulaşma Etkisi

Dr. Öğr. Üyesi Hasan Demir

 ÖZGÜR
YAYINLARI

ISBN 978-625-5958-04-4

9 786255 958044