

# Yabancı Yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Üzerindeki Rolü

Mustafa K. Yılmaz - Alişan Yılmaz \*

## 1. Giriş

**Y**abancı yatırımcıların tüm dünyada, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde yaptıkları yatırımlar, o ülkelerdeki sermaye birikimi ve ekonomik kalkınma açısından büyük önem taşımaktadır. Genellikle sermaye hareketleri olarak tanımlanan bu yatırımlar gelişmekte olan ülkelere iki şekilde girmektedir. Bunlardan ilk grup doğrudan sermaye yatırımları ile reel ekonomik kesim üzerinde etkili olmakta ve üretim kapasitelerinde artışa yol açmaktadır. Bu durum, ekonominin arz yönünü genişletmektedir. İkinci grup sermaye ise, finansal aktiflere portföy yatırımı şeklinde girmekte ve ekonominin talep yönünü genişletmektedir.

Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'de de yabancı yatırımcılara ait portföy yatırımlarının büyüklüğü, piyasalara giriş-çıkış sıklığı, ülkemize sermaye giriş-çıkışı açısından çok kritik bir gösterge olma özelliğini taşımakta ve finansal piyasalarda beraberinde bir takım dengesizliklerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. En yaygın ifadesi ile "sıcak para" giriş-çıkışı olarak tanımlanan bu tip sermaye hareketleri bazen sermaye piyasası açısından teşvik edici bir rol oynarken, bazen de piyasalar üzerinde olumsuz bir etki yaratabilmektedir. 1994 yılındaki krizde de görüldüğü gibi, bu şekildeki yabancı sermaye bir anda yurtdışına çıkabilmekte, bu durumda da var olan dengeleri alt üst ederek yaşanan krizi derinleştirmektedir. Bu nedenle, ülkeye reel ekonomi dışında yalnızca faiz vb. kazanç nedeniyle gelen yabancı yatırımcıların, gelişmekte olan ülkelerde kısıtlanması veya sıkı kontrol altında tutulması bazı ekonomistler tarafından önerilmektedir.

Bu çalışmada, yabancı yatırımcıların Türkiye'de yaptıkları alım-satım işlemlerinin Türk Sermaye Piyasası

asası açısından teşvik edici veya engelleyici bir unsur olup olmadığı, İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda yaptıkları alım-satım bilgileri kullanılmak suretiyle analiz edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde veri tabanı ve yöntem anlatılmış, ikinci bölümde ise eldeki verilerin analizi ile ortaya çıkan sonuçlar değerlendirilmiştir. Son bölümde, konuya ilişkin ileride yapılacak çalışmaların daha sağlıklı bir boyuta oturtulabilmesi için gerekli şartlar üzerinde durulmuştur.

## II. Veri Tabanı ve Yöntem

Çalışmada yabancı yatırımcı olarak dikkate alınan yatırımcı grubu, yurtdışından ülkeye para girişi sağlayan ve bu şekilde getirilen parayı İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda yatırıma dönüştüren kişiler olarak dikkate alınmıştır. Bu nedenle, örneğin Almanya'da yaşayan ve kazancını bu ülkede elde eden bir Türk vatandaşı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem yapması durumunda yabancı yatırımcı olarak değerlendirilmiştir.

Bu çalışmada, İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda yabancı yatırımcıların 1995-1998 yıllarında gerçekleştirmiş oldukları alım-satım işlemleri; aylık bazda işlem hacmi, işlem miktarı bilgileri ile Takasbank A.Ş.'ndeki yabancı yatırımcılara ait saklama bakiyeleri veri olarak kullanılmak suretiyle incelenmiştir. Söz konusu saklama bakiyelerine ilişkin rakamlar 1997 yılından bu yana elde edilmiş olduğundan, söz konusu değişkenin dikkate alındığı analizler 1997 ve 1998 yılı ile sınırlı kalmıştır. Ayrıca çalışmanın Türkiye'de yapılan tüm portföy yatırımları hakkında - kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri - bir fikir vermesi açısından T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi içinde yer alan net portföy yatırımlarının gelişimi hisse sene-

\* Dr. Mustafa Kemal Yılmaz İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü'nde eksper olarak görev yapmaktadır. Alişan Yılmaz İMKB Üye İşleri Müdürlüğü'nde Müdür Yardımcısı olarak çalışmaktadır.

**Tablo 1. Yabancı Yatırımcıların Net Portföy Yatırımlarının Gelişimi (1993-1998)**

| Yıllar | Ocak | Şubat | Mart | Nisan | Mayıs | Haziran | Temmuz | Ağustos | Eylül | Ekim | Kasım | Aralık |
|--------|------|-------|------|-------|-------|---------|--------|---------|-------|------|-------|--------|
| 1993   | 50   | 63    | 22   | 32    | 43    | 75      | 24     | 25      | 57    | 153  | 58    | 151    |
| HS     | 55   | 42    | 20   | 15    | 16    | 26      | 13     | 27      | 60    | 103  | 60    | 135    |
| DT+HB  | -5   | 21    | 2    | 17    | 27    | 49      | 11     | -2      | -3    | 50   | -2    | 16     |
| 1994   | 99   | 259   | 352  | 115   | 53    | 53      | 30     | -8      | -27   | 33   | 60    | 5      |
| HS     | 74   | 255   | 360  | 116   | 53    | 53      | 29     | -8      | -32   | 33   | 52    | 3      |
| DT+HB  | 25   | 4     | -8   | -1    | 0     | 0       | 1      | 0       | 5     | 0    | 8     | 2      |
| 1995   | 26   | 31    | -1   | -69   | 49    | 13      | 2      | 86      | 111   | 35   | 15    | 19     |
| HS     | 7    | 34    | -15  | -14   | 19    | 1       | -9     | 78      | 74    | 1    | 1     | 19     |
| DT+HB  | 19   | -3    | 14   | -55   | 30    | 12      | 11     | 8       | 37    | 34   | 14    | 0      |
| 1996   | 90   | 61    | 32   | 133   | 111   | 40      | 4      | 9       | 109   | 18   | 1     | -24    |
| HS     | 62   | 42    | -12  | 19    | 17    | 40      | 1      | 44      | 24    | 11   | -0    | 7      |
| DT+HB  | 28   | 19    | 44   | 114   | 94    | 0       | 3      | 35      | 85    | 7    | 31    | -31    |
| 1997   | 240  | 5     | -53  | 23    | -4    | 10      | 146    | 146     | 219   | 40   | -243  | 41     |
| HS     | 34   | 11    | -15  | 23    | 3     | 0       | 89     | 56      | -24   | -45  | -121  | -4     |
| DT+HB  | 206  | -6    | -38  | 0     | -7    | 10      | 57     | 90      | 243   | -85  | -122  | 45     |
| 1998   | 104  | 223   | 148  | 152   | 174   | 109     | -85    | -2695   | -3015 |      |       | 18     |
| HS     | 1    | 65    | 30   | 84    | 114   | -12     | -42    | -396    | -206  |      |       |        |
| DT+HB  | 103  | 158   | 118  | 68    | 60    | 121     | -43    | -2299   | -2809 |      |       |        |

HS = Hisse Senedi Alımı - Hisse Senedi Tasfiyesi

DT+HB = Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu Alımı - Tasfiyesi

di ve devlet tahvili bazında T.C. Merkez Bankası'ndan temin edilen veriler değerlendirilmek suretiyle incelenmiştir.

Çalışmada yabancı yatırımcıların İMKB Hisse Senetleri Piyasası'na olan etkisini daha yakından inceleyebilmek açısından piyasa kapitalizasyonunun % 60'ını teşkil eden İMKB-30 Endeksi içinde yer alan ve dönemler itibarıyla endeks içindeki yeri hiç bir değişikliğe uğramayan 18 adet hisse senedi (Ek-1) ile sadece 1 dönem endekste yer almayan Kepez Elektrik (Ocak-Mart 1998) ve Şişe Cam (Temmuz-Eylül 1998) hisse senetlerini içeren bir grup ele alınmak suretiyle ayrı ayrı incelenmiş ve bu hisse senetlerinde yabancıların aldıkları payın gelişimi analiz edilmeye çalışılmıştır\*.

\* Çalışmada hisse bazında yapılan analizlerde sadece 20 hisse senedi kullanılmış olup, yabancıların etkin alım-satım işleminde bulundukları Sabancı, Vestel, Garanti ve Tansaş gibi hisse senetleri İMKB-30 Endeksi yayınlanmaya başladığı tarihten bugüne kadar her dönemde endekste yer almadığından inceleme kapsamı dışında bırakılmıştır.

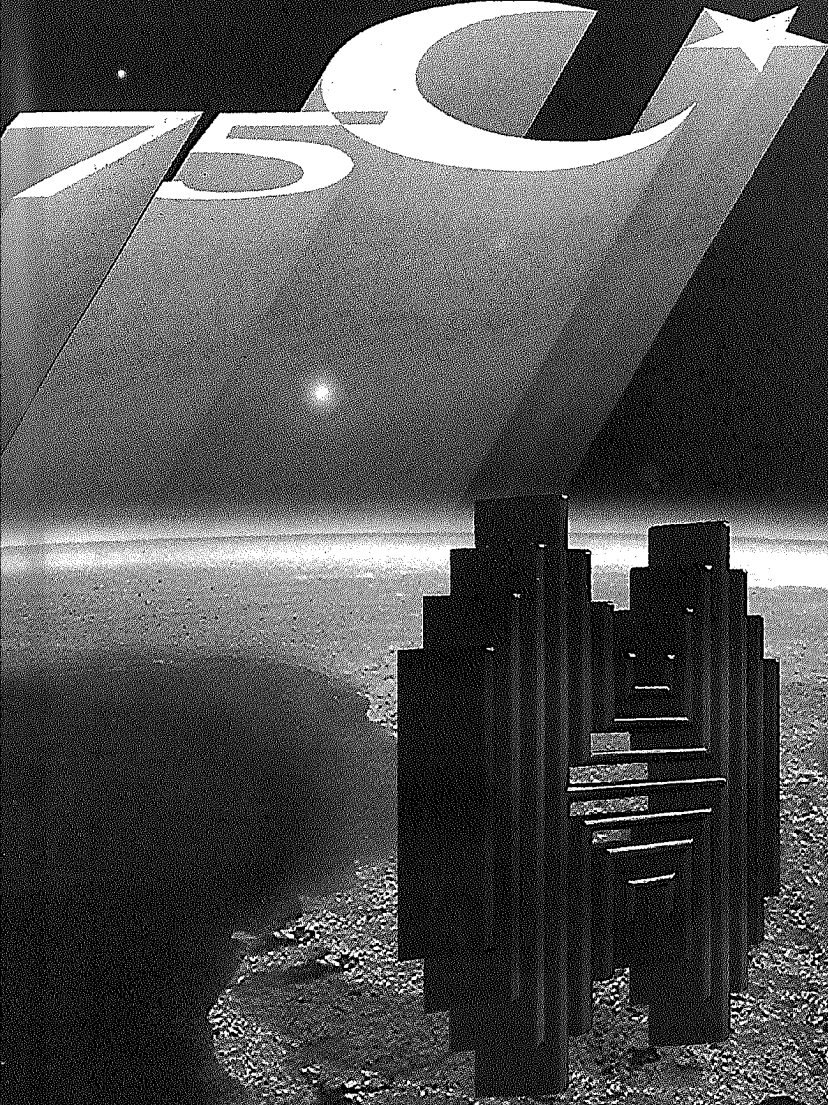
### III. Analize İlişkin Bulgular

Çalışmaya ilişkin elde edilen sonuçlar üç farklı boyutta analiz edilebilir. Bunlardan birincisi, TC. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi içinde yer alan önemli bir kalem olan net portföy yatırımlarının gelişimi, diğeri yabancı yatırımcıların İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda yaptıkları alım-satımlar ile takas bakiyesinin gelişimi, üçüncüsü ise İMKB 30 endeksi içinde yer alan ve çalışmada kullanılan 20 adet hisse senedinde yabancı yatırımcıların payının zaman içindeki değişiminin boyutudur.

#### 3.1 Türkiye'de Yabancı Yatırımcıların Net Portföy Yatırımlarının Gelişimi

Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'den hisse senedi ve Hazine Bonosu ile Devlet Tahvili alım ve satımları T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi Müdürlüğü tarafından Ödemeler Dengesi içinde yer alan net portföy yatırımları içinde aylık bazda takip edilmektedir. Tablo 1, 1993-1998 yılları arasında aylık bazda gerçekleşen hisse senedi alım/satımı ile

"Küçük esnafa ve büyük sanayi erbabına  
muhtaç oldukları kredileri kolayca ve ucuza verecek  
bir teşekkül vücuda getirmek ve kredinin  
normal şartlar altında ucuzlatılmasına çalışmak da  
çok lazımdır." 1 Kasım 1937 **Mustafa Kemal ATATÜRK**



TÜRKİYE CUMHURİYETİ'NİN YETMİŞBEŞİNCİ YILI KUTLU OLSUN





# Yok böyle bir dost ! Emlak Dost Hesap

Hangimiz ay sonunda paraya sıkışıp da gerçek bir dost aramadık ?

Şimdi Emlak Bankası'nda hesabı olanların gerçek bir dostu var:

## **Emlak Dost Hesap.**

Tek bir imza atıyorsunuz, hesabınızda para kalmadığında bile para çekebiliyorsunuz.

Üstelik bu işlemi derseniz şubelerden, derseniz ATM'lerden yapabiliyorsunuz.

Bitmedi: Elektrik, su, telefon, doğalgaz faturalarınız ile ev kirası, okul taksitleri ve sigorta ile ilgili ödemeler verilecek bir talimatla

Emlak Dost Hesap tarafından gerçekleştirilebiliyor.

Dahası, kredi kartı ödemeleriniz otomatik ödeme talimatı ile

Emlak Dost Hesap'tan karşılanabiliyor.

Ne dersiniz ? Yok böyle bir dost değil mi ?



devlet tahvili alım/satımı rakamlarını göstermektedir.

T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi içinde yer alan net portföy yatırımlarının (Tahvil ihraçları hariç) gelişimi incelendiğinde, yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'den menkul kıymet (hisse senedi) alım satımları açısından 1997 yılının Mart ayı ile aynı yılın son 4 ayında ve 1998 yılı Haziran-Eylül ayları arasında net olarak satım ağırlıklı hareket ettiği ve özellikle 1997 yılının Kasım ayı ile 1998 yılının Ağustos ve Eylül aylarında bu artışın en yüksek noktasına ulaşarak 396 Milyon \$'a yükseldiği görülmektedir. Aynı yıllarda Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili net alım-satım işlemleri incelendiğinde, 1997 yılının Şubat, Mart, Mayıs ve Kasım ayları ile 1998 yılının Temmuz, Ağustos ve Eylül ayları bir tarafa bırakılacak olursa sürekli net bir artışın gerçekleştiği görülmektedir.

Aylar itibariyle son 2 yıla ilişkin olarak net toplam açısından bakıldığında ise, Türkiye'de özellikle 28 Şubat krizinin ortaya çıktığı dönemden başlayarak, yeni hükümetin kurulduğu 1997 Temmuz ayına kadar sermaye çıkışı anlamında önemli bir portföy hareketinin yaşandığı, bu dönemi takip eden aylarda ise yüksek montanlı bir sermaye girişi gerçekleştiği görülmektedir. 1997 yılının Kasım ayında yaşanan büyük montanlı sermaye çıkışının arkasında 1997 yılının Ekim ayında yaşanan Asya Krizinin olduğu düşünülmektedir.

1998 yılının başından itibaren, net portföy yatırımlarında yılın ilk yarısında istikrarlı bir artış göz-

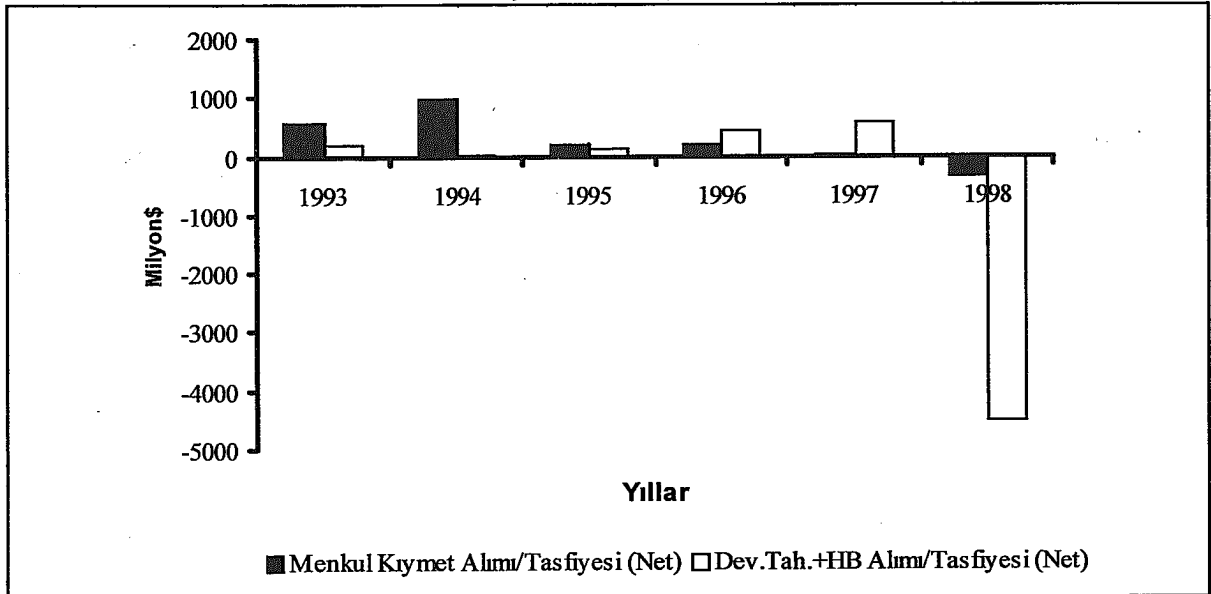
lemlemiş, bu dönemi takip eden 3 ayda (Temmuz-Eylül) ise net portföy yatırımları çok büyük bir düşüş göstermiştir (Tablo 1). 1998 yılının ilk 6 ayı sonunda gerçekleşen toplam net portföy yatırımı 628 Milyon \$ seviyesinde gerçekleşmiş olmasına rağmen, Temmuz-Eylül döneminde net portföy yatırımlarında net - 5.795 Milyon \$ azalma gerçekleşmiştir.

Dikkat çekici bir başka nokta da, gerek 1997, gerekse 1998 yılında yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarını ağırlıklı olarak sırasıyla % 98 ve % 93 seviyesinde sabit getirili menkul kıymet alım-satımına yönlendirmeleri, hisse senetleri piyasasına daha temkinli yaklaşmalarıdır. Bu durum, geçmiş yıllarla karşılaştırıldığında farklılık arz etmektedir. Çünkü bu yıllarda hisse senedi alım/satım işlemleri oransal olarak sabit getirili menkul kıymet alım/satım işlemlerinin % 75-95 gibi çok üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum, 1995 yılından başlamak üzere değişmeye başlamıştır (Grafik 1). Bu durumun ortaya çıkmasında, Hazine'nin iç borçlanma politikası çerçevesinde uyguladığı yüksek ve değişken faiz politikasının önemli rol oynadığı düşünülmektedir.

### 3.2 İşlem Hacmi ve İşlem Miktarı Olarak Yabancıların İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda Aldıkları Payın Değişimi

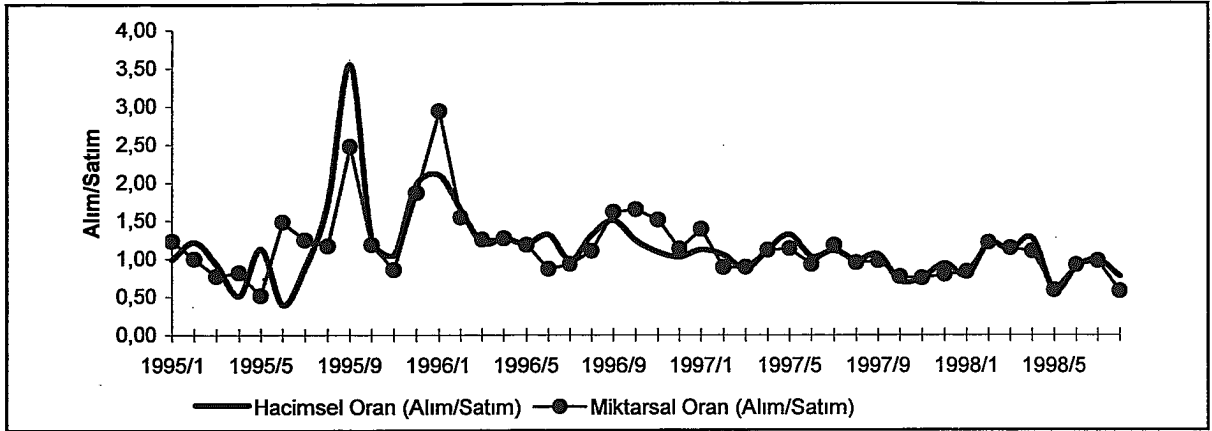
Yabancı yatırımcıların İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda aldıkları payın değişimi; yaptıkları alım-satım işlemlerinin oransal değişimi, saklama tutarı ile net işlem hacmi arasındaki ilişki ve yine bu değişimlerin İMKB Ulusal 100 Endeksi ile olan ilişkisinin ince-

Grafik 1. Yıllar İtibariyle Net Portföy Yatırımlarının Dağılımı

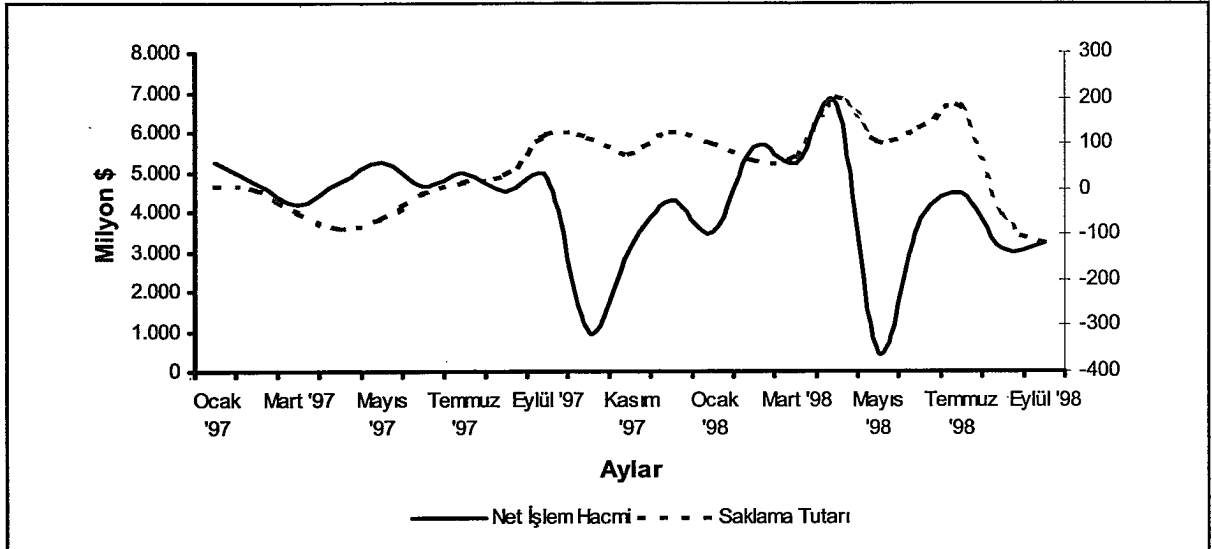


(\*) 1998 yılına ilişkin rakamlar ilk 9 aylık verileri içermektedir.

**Grafik 2. Hacimsel ve Miktersal Olarak Yabancı Yatırımcıların Alım/Satım Oranı**



**Grafik 3. Yabancıların Saklama Tutarı ile Net İşlem Hacmi ilişkisi**



lenmesi suretiyle ele alınabilir. Aşağıda sırasıyla bu hususlar üzerinde durulacaktır:

### 3.2.1 Alım/Satım Oranının Değişimi

1995-1998 yılları arasında yabancı yatırımcıların İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda gerçekleştirdikleri alım-satım işlemleri arasındaki oransal değişim işlem hacmi ve işlem miktarı boyutunda dolar bazında incelendiğinde, 1995 yılının 5, 6 ve 9'uncu ayları ile 1996 yılının 1 ve 6'ncı ayı dışında yaklaşık olarak aynı oranların gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 2).

İşlem hacmi olarak alım/satım oranında maksimum seviye 1995 yılının 9'uncu ayında 3.55 olarak gerçekleşmiş, bu tarihte alım işlemleri satım işlemlerinin 3.5 katına ulaşmıştır. Minimum oran ise 1995 yılının 6'ncı ayında 0.39 olarak gerçekleşmiştir. Miktersal açıdan bakıldığında ise, en yüksek oran 1996 yılının Haziran ayında 2.94, en düşük oran ise 1995 yılı-

nın Mayıs ayında 0.51 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu aylar incelendiğinde bunların ortak özelliğinin, işlem miktarı oranı ile işlem hacmi oranının birbirinden oldukça büyük farklılık gösterdiği dönemler olduğu görülmektedir. Oranlarda dikkat çekici bir başka nokta da, Asya krizinin gerçekleştiği 1997 yılının Ekim ayı ile 1998 yılının Ocak ayı arasında ve dünyada global krizin yaşanmaya başladığı 1998 yılının ikinci yarısında alımların satımlara oranının sürekli 1'in altında seyretmesidir. Bu durum, söz konusu dönemlerde satışların hem işlem hacmi hem de işlem miktarı boyutunda, alışlardan daha yüksek olduğunu göstermektedir.

### 3.2.2 Yabancı Yatırımcı İşlemlerinin Seyri (Saklama Tutarı - Net İşlem Hacmi ilişkisi)

Esas olarak yabancı yatırımcıların net alışlarının pozitif olması durumunda saklama bakiyelerinde bir artış ve tersi durumda da bir azalış beklenir. Ancak,

**Tablo 2. Miktar Olarak Takasbank Nezindeki Toplam Takas Bakiyesi ile Yabancı Yatırımcıların Takas Bakiyesinin Karşılaştırılması (Bin Adet)**

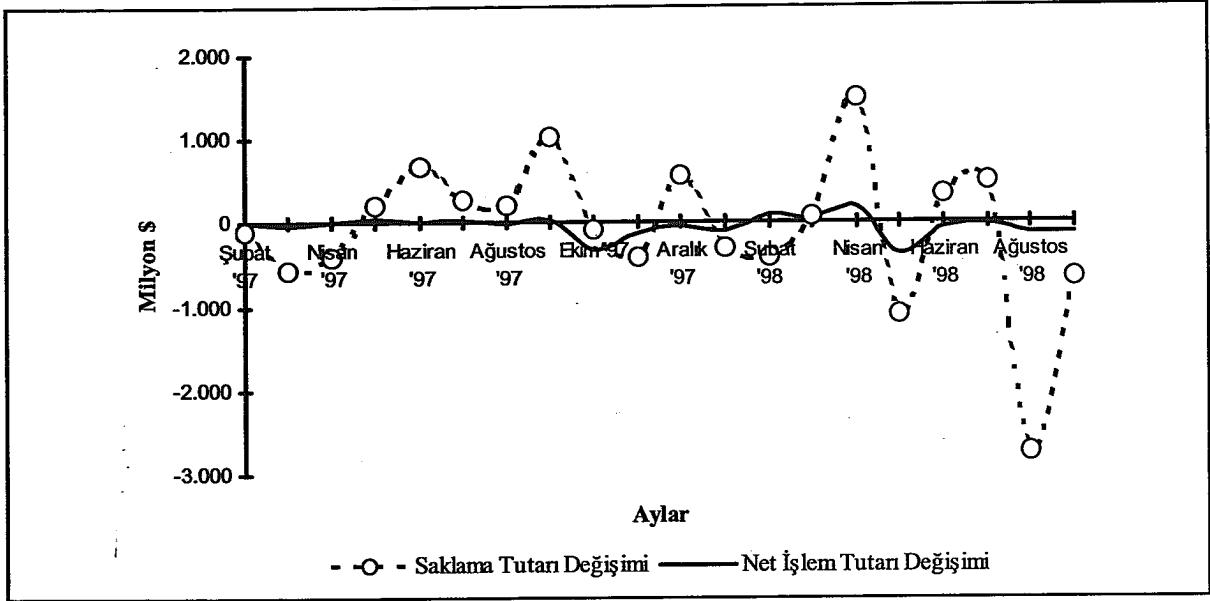
| Aylar   | Yabancı Yatırımcı Takas Bakiyesi | Toplam Takas Bakiyesi | Yabancı Payı (%) | Yabancı Yatırımcı Takas Bakiyesi Değişim | Yabancı Yatırımcı Takas Bakiyesi |
|---------|----------------------------------|-----------------------|------------------|------------------------------------------|----------------------------------|
| 1997/1  | 42.642.453                       | 76.636.697            | 55,64            |                                          |                                  |
| 1997/2  | 44.674.886                       | 78.153.215            | 57,16            | 2.032.433                                | 1.516.518                        |
| 1997/3  | 42.211.252                       | 80.454.510            | 52,47            | -2.463.634                               | 2.301.295                        |
| 1997/4  | 45.797.470                       | 109.724.324           | 41,74            | 3.586.218                                | 29.269.814                       |
| 1997/5  | 61.203.590                       | 89.652.640            | 68,27            | 15.406.120                               | -20.071.684                      |
| 1997/6  | 70.250.203                       | 106.713.119           | 65,83            | 9.046.613                                | 17.060.479                       |
| 1997/7  | 82.693.408                       | 121.171.147           | 68,25            | 12.443.204                               | 14.458.028                       |
| 1997/8  | 82.450.160                       | 138.125.156           | 59,69            | -243.247                                 | 16.954.009                       |
| 1997/9  | 83.434.565                       | 150.972.166           | 55,26            | 984.405                                  | 12.847.010                       |
| 1997/10 | 81.538.010                       | 187.824.068           | 43,41            | -1.896.555                               | 36.851.902                       |
| 1997/11 | 78.538.383                       | 192.237.430           | 40,85            | -2.999.627                               | 4.413.362                        |
| 1997/12 | 80.548.003                       | 196.550.512           | 40,98            | 2.009.621                                | 4.313.082                        |
| 1998/1  | 79.934.034                       | 200.828.325           | 39,80            | -613.970                                 | 4.277.813                        |
| 1998/2  | 84.723.076                       | 205.645.562           | 41,20            | 4.789.042                                | 4.817.237                        |
| 1998/3  | 88.337.250                       | 209.310.395           | 42,20            | 3.614.174                                | 3.664.833                        |
| 1998/4  | 94.997.432                       | 221.991.614           | 42,79            | 6.660.182                                | 12.681.219                       |
| 1998/5  | 137.745.86                       | 1263.983.687          | 52,18            | 42.748.429                               | 41.992.073                       |
| 1998/6  | 154.098.400                      | 303.217.453           | 50,82            | 16.352.539                               | 39.233.766                       |
| 1998/7  | 178.010.546                      | 328.853.881           | 54,13            | 23.912.146                               | 25.636.428                       |
| 1998/8  | 164.843.376                      | 361.356.991           | 45,62            | -13.167.169                              | 32.503.110                       |
| 1998/9  | 157.589.989                      | 380.013.254           | 41,39            | -7.553.387                               | 18.656.263                       |

yabancıların saklama bakiyesi tutarları ile net işlem hacimleri aylar itibariyle karşılaştırıldığında bu şekilde değişim olmadığı görülmektedir. Grafik 3, bu iki değişken arasındaki ilişkiyi göstermektedir. 1997 yılında Şubat-Nisan ayları arasında takas bakiyesinde 1.078 milyon \$ gibi önemli bir azalma olduğu halde, net işlem hacminde sadece 10 milyon \$'lık bir azalış görülmektedir. Bu açıdan bakıldığında, 1997 yılının Ekim ayı da dikkat çekicidir. Net işlem hacminin satışlar lehine gelişme gösterdiği bu ayda yabancıların takas bakiyesi 89 milyon \$ azalırken net işlem hacmi 313 milyon \$ azalmıştır (Yaklaşık 4 katı). Yine benzer bir durum fakat ters yönlü olmak üzere 1998 yılının Nisan, Mayıs ve Ağustos aylarında yaşanmıştır. 1998 yılı Nisan ayında saklama tutarında alışlar lehinde 1.491 milyon \$'lık , Mayıs ve Ağustos aylarında saklama tutarında satışlar lehine 1.099 ve 2.744 milyon \$'lık bir artış varken, net işlem hacmindeki değişim sırasıyla 182, 361 ve 132 milyon \$'da kalmıştır. Tüm bu ilişkilerin piyasada gerçekleşen net işlem hacmindeki gelişimin, reel anlamda piyasadan çok büyük

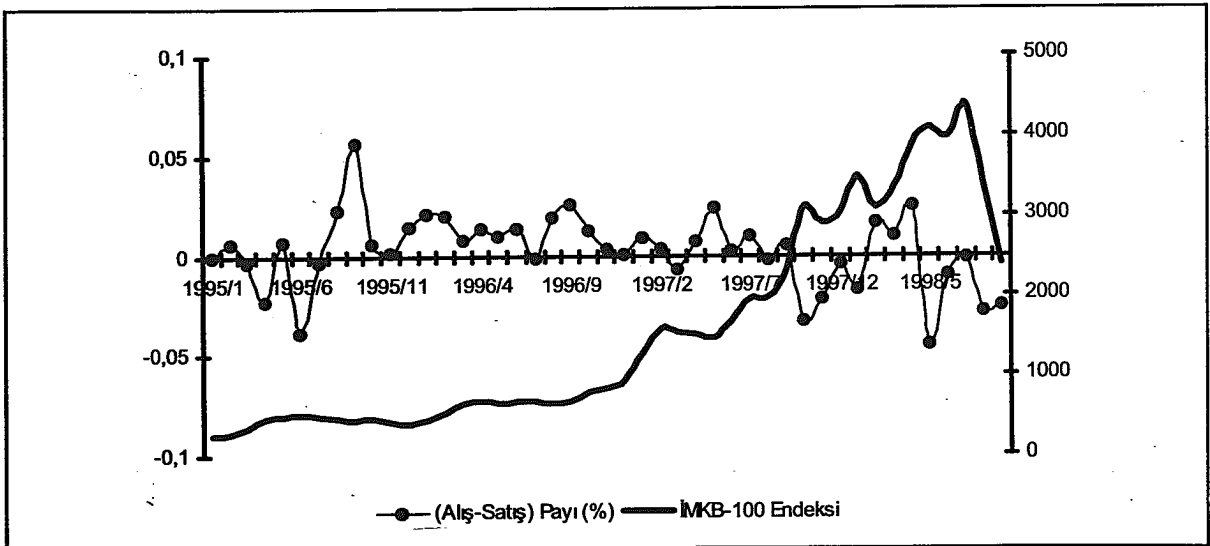
bir çıkış ifade etmediği, birtakım virman işlemlerinden ibaret olduğu düşünülmektedir (Tablo 2). Kanaatimizce bu durum, bazı yerli yatırımcıların yurtdışı kaynaklı işlemlerinden ve bu şekilde yapay piyasa oluşturma çabalarından kaynaklanmaktadır. Bilindiği gibi, piyasa katılımcıları tarafından yabancı yatırımcıların hangi hisse senetlerine yatırım yaptığı da dikkatle takip edilmektedir. Bu nedenle, net alışlarla saklama bakiyesi tutarları arasındaki ilişkiler incelendiğinde aslında yabancı yatırımcı gerçekleştirilen işlemlerin manipülasyon amaçlı yerli yatırımcı çabası olabileceği ihtimalini kuvvetlendirmektedir.

Söz konusu durumun ortaya çıkmasının ana nedeninin, yabancı yatırımcıların ellerindeki malları yerli yatırımcıların hesabına virmanlaması veya tersi bir işlemle söz konusu aracı kurumlardan kendi hesaplarına virmanlamasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Yukarıdaki gelişmeyi açıklayacak zayıf başka bir neden ise, yabancı yatırımcıların Takasbank nezdinde kaydi olarak saklamada tuttıkları kıymetleri fiziki teslimat yoluyla çekmeleri ve Takasbank dışında kendi

**Grafik 4. Saklama Tutarı Değişimi ile Net İşlem Tutarı Gelişiminin Karşılaştırılması (1997-1998)**



**Grafik 5. Yabancı Yatırımcıların İşlem Hacminden Aldıkları Payın (Alış-Satış Toplamı) Yüzdesinin İMKB-100 Endeksinin Gelişimi ile Karşılaştırılması (1995-1998)\***



(\*) İMKB Ulusal 100 Endeksinin her ay itibarıyla gerçekleşen ortalama değerleri kullanılmıştır.

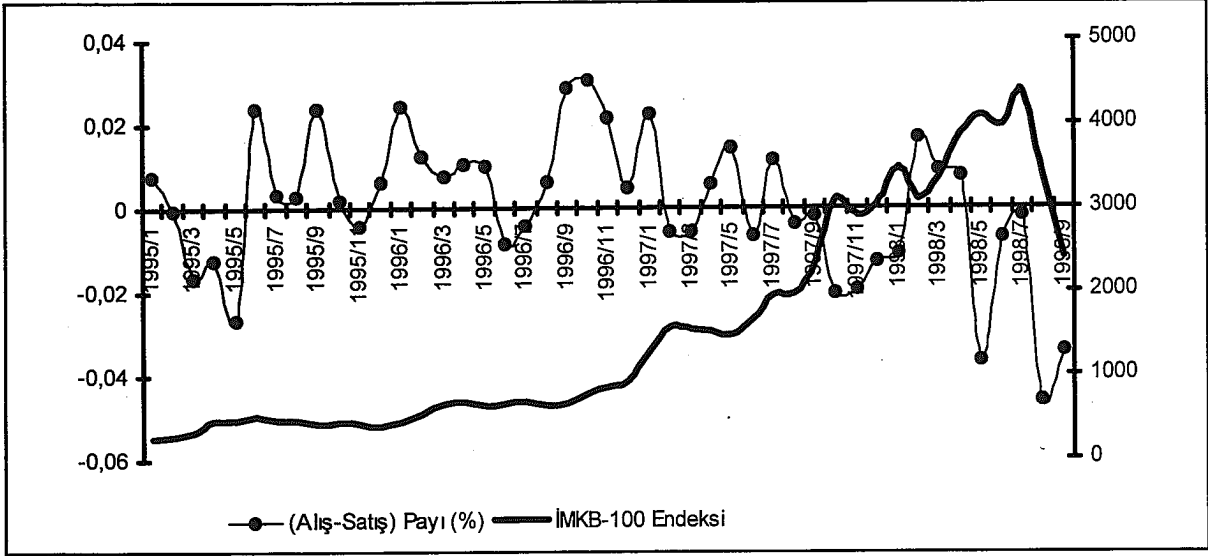
kasalarında muhafaza etmeyi tercih etmeleri olabilir. Ancak, böyle bir saklama zihniyetinin yabancılar tarafından uygulanacak bir yöntem olmadığı açıktır.

Bu durum, yabancı yatırımcıların takas bakiyesi tutarı ile Takasbank nezdinde toplam takas bakiyesi tutarındaki gelişim incelendiğinde daha çarpıcı olarak görülmektedir. Örneğin, 1997 yılının Mayıs ayında Takasbank nezdindeki toplam takas bakiyesinde 20.071.684 bin adet değişim olduğu halde, aynı tarihteki yabancı yatırımcı takas bakiyesindeki değişim ters yönde +15.406.120 bin adet seviyesinde gerçek-

leşmiştir. Bu durum, yabancı yatırımcıların diğer aracı kurumlarda bulunan ve kendi adlarına kayıtlı olmayan hesaplardan, kendi adlarına açılmış hesaplara büyük montanlı virman işlemi gerçekleştirdiği şeklinde yorumlanabilir. Benzer bir durum 1997 yılının Ekim ayında gerçekleşmiştir. Ancak, 1997 yılı Nisan, Haziran, Temmuz ve Aralık aylarında bu iki değişim arasındaki aralığın oldukça tutarlı seyir izlediği de görülmektedir. Tablo 2'de dikkati çeken bir başka nokta da, yabancıların takas bakiyesi açısından en düşük ve en yüksek noktaların sırasıyla % 40 ve % 68 seviyesinde gerçekleşmiş olmasıdır.



**Grafik 6. Yabancı Yatırımcıların İşlem Miktarından Aldıkları Payın (Alış-Satış Toplamı) Yüzdesinin İMKB-100 Endeksinin Gelişimi ile Karşılaştırılması (1995-1998)**



Piyasa değerindeki düşüşe paralel olarak 1997 yılında 6 milyar 18 milyon dolar olan yabancı yatırımcıların saklama tutarı, Eylül ayında 3 milyar 200 milyon dolara gerilemiş ve % 47'lik bir azalma göstermiştir. 1998 yılının Temmuz ayında 6.589.000.000 dolar olan yabancı yatırımcıların saklama tutarı son 2 ay içerisinde 3.395.000.000 dolara düşmüştür.

Takas saklama bakiyesinin ortalama % 40-68 arasındaki kısmını elinde bulunduran yabancı yatırımcıların en aktif oldukları dönemlerde, günlük işlem hacminden aldıkları pay alışlarda % 11,86, satışlarda ise % 12,12'ye ulaşmıştır. Yabancı yatırımcıların işlem hacminden aldıkları pay ise alışlarda en fazla % 2,17 ve satışlarda % 1,47'ye inmiştir.

Benzer bir durum aynı oranlara miktarsal boyuttan bakıldığında da görülmekte, yabancı yatırımcıların alış ve satışta miktarsal olarak aldıkları pay aylar itibarıyla sırasıyla maksimum % 12,10 ve % 10,88 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu durum İMKB'de gerçekleşen yüksek işlem hacminin yabancılardan kaynaklanmadığını göstermektedir. Grafik 5 ve 6, aylar itibarıyla yabancı yatırımcıların işlem hacmi ve miktarı içinde aldıkları payın yüzdesel değişimini ve aynı dönemlerde İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin gelişimini göstermektedir.

### 3.3 Yabancı Yatırımcıların İMKB-30 Endeksi İçinde Yer Alan Hisse Senetlerinde Aldığı Payın Değişimi

İMKB-30 Endeksine giren ve incelememize konu olan 20 hisse senedinin yarısına yakınında yabancı ya-

tırımcıların aylık alım-satım işlemleri içinde aldıkları pay genelde diğer hisse senetlerinin aylık alım-satım işlemlerinde aldıkları paydan oldukça büyük sapma göstermektedir. Genelde yabancı yatırımcılar aylık alım-satım işlemlerinde ortalama % 10-12 seviyesinde bir paya sahip olmasına rağmen, söz konusu hisse senetlerinde bu oran ortalama % 30-32 seviyesinde gerçekleşmektedir. Aşağıda yabancı yatırımcıların 1997-1998 döneminde söz konusu 20 hisse senedinin toplam işlem miktarı içinde aldıkları maksimum ve minimum payın gelişimi gösterilmektedir (Tablo 6 ve 7).

Tablo 6 ve 7'den de görüleceği üzere, gerek alımlar gerekse satımlar açısından karşılaştırıldığında, yabancı yatırımcıların sahip oldukları maksimum oranlar açısından; Akbank, Akçansa, Arçelik, İş Bankası (C), Koç Holding, Net Holding, Otosan, Şişe Cam ve Yapı Kredi'de aldıkları payın yüksek olduğu görülmektedir. Bu süreçte, bankacılık sektöründeki hisselerin ağırlıklı olduğu görülmektedir.

Çalışmaya ilişkin olarak elde edilen veriler bir bütün olarak değerlendirildiğinde, söz konusu değişimlerin endeksi etkileyebilecek boyutlarda olabileceği, bunun da İMKB-30 endeksinin volatilitasını artırabileceği düşünülmektedir. Eğer bu işlemler gerçekte yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştiriliyorsa, yabancıların İMKB-30 endeksi üzerinde büyük etkileri olabileceği yadsınamaz bir gerçek olarak ortaya çıkmaktadır.

Hisse senetleri bazında yapılan çalışmanın bu bölümünün daha rasyonel bir boyuttan incelenebilmesi

**Tablo 6. Yabancı Yatırımcıların 1997-1998 Döneminde Yaptıkları Aylık Alış İşlem Miktarının Piyasadaki Toplam Alış İşlem Miktarı İçindeki Payı**

| Hisse Senedi       | Maksimum | Minimum | Ortalama | Standart Sapma |
|--------------------|----------|---------|----------|----------------|
| Akbank             | 0.47     | 0.05    | 0.25     | 0.11           |
| Akçansa            | 0.56     | 0.02    | 0.21     | 0.17           |
| Aktaş Elektrik     | 0.13     | 0.00    | 0.03     | 0.04           |
| Alcatel Teletaş    | 0.15     | 0.01    | 0.07     | 0.04           |
| Arçelik            | 0.67     | 0.06    | 0.30     | 0.16           |
| Çukurova Elektrik  | 0.10     | 0.01    | 0.04     | 0.03           |
| Doğan Holding      | 0.30     | 0.01    | 0.06     | 0.06           |
| Ereğli Demir Çelik | 0.27     | 0.06    | 0.12     | 0.05           |
| İhlas Holding      | 0.08     | 0.00    | 0.01     | 0.02           |
| İş Bankası (C)     | 0.35     | 0.06    | 0.17     | 0.08           |
| Kepez Elektrik     | 0.07     | 0.00    | 0.02     | 0.02           |
| Koç Holding        | 0.54     | 0.04    | 0.19     | 0.15           |
| Net Holding        | 0.52     | 0.00    | 0.13     | 0.12           |
| Otosan             | 0.33     | 0.03    | 0.12     | 0.09           |
| Petkim             | 0.12     | 0.00    | 0.04     | 0.03           |
| Petrol Ofisi       | 0.23     | 0.00    | 0.07     | 0.05           |
| Şişe Cam           | 0.54     | 0.07    | 0.22     | 0.12           |
| Tofaş Otomobil     | 0.17     | 0.01    | 0.08     | 0.05           |
| Tüpraş             | 0.08     | 0.00    | 0.04     | 0.02           |
| Yapı Kredi Bankası | 0.93     | 0.17    | 0.49     | 0.17           |

için adı geçen hisse senetlerinin takas bakiye tutarlarının da incelenmesi gerekmektedir. Ancak, bu konuda hisse senedi bazında geriye doğru yeterli bir veri bulunmadığından herhangi bir çalışma yapılamamıştır. Bütün bunların yanında, piyasada kriz dönemlerinde yabancı satışlarının devam ediyor olması, her yükselişin yabancılar tarafından satış fırsatı olarak değerlendiriliyor olması şeklinde yorumlanabilir.

#### IV. Sonuç

Sermaye hareketleri, bir yıldan uzun süreli ve bir yıldan daha kısa süreli yatırımlar olarak ikiye ayrılabilir. Bu çerçevede, yabancı yatırımcıların doğrudan ve daha çok sabit sermaye şeklindeki yatırımlarını uzun vadeli sermaye hareketleri içinde değerlendirmek mümkündür. Ayrıca, Takasbank nezdindeki saklama tutarları incelendiğinde, söz konusu yatırımların uzun süreli yatırım şeklinde olduğu görülmektedir. Ancak bu yatırımlar her ne kadar uzun vadeli yatırım şeklinde değerlendirilse de, bir sabit sermaye yatırımı olmadığından çok kısa sürede yurtdışına çıkabilmektedir. Bu yönüyle de aslında yabancı yatırımcıların İMKB

Hisse Senetleri Piyasası'ndaki yatırımları kısa vadeli yatırım olma özelliği taşımaktadır.

Yabancı yatırımcıların Türk Sermaye Piyasası'nda aldıkları pay hem sermaye girişi çıkışı hem de İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki payları açısından incelendiğinde, bankacılık sektörü ile sanayi sektöründeki birkaç firma dışında çok büyük boyutta olmadığı görülmektedir. Yabancı yatırımcıların yaptığı işlem hacminin dışında, önemli olan piyasada gerçekleşen büyük montanlı virman hareketleridir. Söz konusu virman hareketlerinin hisse senedi bazında takip edilmesi yabancıların hareketini kontrol etmek açısından büyük önem taşımaktadır. Ancak o zaman daha sağlıklı bir sonuca ulaşılabilecektir.

Diğer taraftan, dünyada yaşanan büyük krize rağmen yabancıların yurtdışına çıkardığı para miktarının, T.C. Merkez Bankası kayıtları incelendiğinde çok büyük boyutta olmadığı görülmektedir. Fakat, bu rakam hesaplanırken yabancıların Türkiye'ye soktuğu, daha sonra da borsaya kanallı ettiği paraların tekrar dövize çevrilip DTH hesaplarına yatırılması ve bilaha-

**Tablo 7. Yabancı Yatırımcıların 1997-1998 Döneminde Yaptıkları Aylık Satım İşlem Miktarının Piyasadaki Toplam Satış İşlem Miktarı İçindeki Payı**

| Hisse Senedi       | Maksimum | Minimum | Ortalama | Standart Sapma |
|--------------------|----------|---------|----------|----------------|
| Akbank             | 0.47     | 0.12    | 0.27     | 0.10           |
| Akçansa            | 0.46     | 0.01    | 0.20     | 0.15           |
| Aktaş Elektrik     | 0.08     | 0.00    | 0.02     | 0.02           |
| Alcatel Teletaş    | 0.17     | 0.00    | 0.08     | 0.05           |
| Arçelik            | 0.53     | 0.17    | 0.30     | 0.10           |
| Çukurova Elektrik  | 0.17     | 0.01    | 0.05     | 0.04           |
| Doğan Holding      | 0.17     | 0.03    | 0.06     | 0.04           |
| Ereğli Demir Çelik | 0.23     | 0.06    | 0.12     | 0.05           |
| İhlas Holding      | 0.04     | 0.00    | 0.01     | 0.01           |
| İş Bankası (C)     | 0.39     | 0.01    | 0.15     | 0.10           |
| Kepez Elektrik     | 0.10     | 0.00    | 0.02     | 0.03           |
| Koç Holding        | 0.39     | 0.02    | 0.18     | 0.10           |
| Net Holding        | 0.26     | 0.00    | 0.09     | 0.07           |
| Otosan             | 0.29     | 0.03    | 0.15     | 0.09           |
| Petkim             | 0.17     | 0.01    | 0.05     | 0.04           |
| Petrol Ofisi       | 0.16     | 0.02    | 0.07     | 0.04           |
| Şişe Cam           | 0.51     | 0.06    | 0.24     | 0.10           |
| Tofaş Otomobil     | 0.22     | 0.01    | 0.11     | 0.07           |
| Tüpraş             | 0.11     | 0.02    | 0.05     | 0.03           |
| Yapı Kredi Bankası | 0.83     | 0.13    | 0.44     | 0.17           |

re tekrar sisteme sokulması durumunda aynı sermayenin tekrar girişi gösterildiğinden, rakamlarda belli ölçüde bir yanılma payının dikkate alınması gerekmektedir.

Bununla birlikte, kriz dönemlerinde yabancıların alım-satım işlemlerinde sahip oldukları payda önemli bir azalma görülmekte, ve bu grubun piyasadan çekilmesi miktarsal boyutta aldıkları payların sadece % 2-3 azalması sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Bu ise piyasanın bütünü açısından değerlendirildiğinde çok düşük seviyede kalmaktadır.

Diğer taraftan Türkiye'de İMKB bünyesinde, hisse senedi endeksi, faiz getirili menkul kıymetler ve hisse senedi üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği bir Vadeli İşlemler Piyasası'nın açılması durumunda, özellikle yabancı yatırımcıların İMKB-30 Endeksi içinde yer alan hisse senetleri üzerinde spot piyasada yarattıkları manipülatif baskının kalkacağı, ve spot piyasada karşı karşıya kaldıkları risklerden vadeli piyasalarda pozisyon almak suretiyle korunma imkânını bulacak olan yabancı yatırımcıların hisse senedi bazında alım ve satımda aldıkları nisbi payın düşeceği ve orta vadede piyasadaki fiyat dalgalanmasının makul seviyelere çekilebileceği düşünülmektedir.

#### Kaynakça

**Do Foreign Investors Stimulate or Inhibit Stock Market Development in Latin America?.** Quarterly Review of Economics and Finance, Fall 1998, Vol. 38, Issue 3, s. 303

**Emerging Market Indicators.** The Economist, Vol. 346, February 1998, s. 110

**Finansal Eksen.** Demir Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aylık Bülten, Ekim 1998

İMKB Aylık Bültenleri

İMKB Haftalık Bültenleri