

TÜRKİYE’NİN HİSSE SENEDİ YEREL YATIRIM TARAFILILIĞININ BELİRLENMESİ

Arzu ŐAHİN*

Hatice DOĞUKANLI**

Öz

Son yıllarda sınır ötesi menkul kıymet ticaretindeki önemli artışa ve uluslararası yatırımın birçok engelini ortadan kalkmasına rağmen yatırımcıların hala portföylerindeki yerel hisse senetlerine aşırı ağırlık verdiği görölmektedir. Yerel yatırım taraflılığı (home bias veya domestic bias) olarak ifade edilen ve finans literatüründe tartışma konusu olmaya devam eden bu olgu standart varlık fiyatlama teorisi ile çelişmektedir ve hisse senedi portföylerinin uluslararası çeşitlendirme faydası ile ters dűřmektedir.

Bu alışmada Türk yatırımcılarının hisse senedi yerel yatırım taraflılık düzeyinin hem Türkiye ve hem de hedef ölkeler açısından belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu ereve, Türkiye için ve Türk yatırımcılarının 2001-2010 yılları arasında yabancı hisse senedi yatırımı yaptığı 20 hedef ölkeye göre yerel taraflılık düzeyleri hesaplanmıştır. Sonuçlar, uluslararası sermaye varlıkları fiyatlama modeli gösterge alınarak belirlenen hisse senedi yerel yatırım taraflılığı düzeylerinin oldukça yüksek olduğunu göstermektedir. Bu bulgular, Türk yatırımcılarının yerel yatırımlara güçlü bir şekilde eğilimli olduğunu ve uluslararası çeşitlendirmeden yeterince faydalanamadığını ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: Yerel yatırım taraflılığı, Yerel yatırım taraflılığının ölçümü, Türkiye’de hisse senedi yerel yatırım taraflılığı.

Jel Kodları: G11, G15, C21

DETERMINATION OF EQUITY HOME BIAS IN TURKEY

Abstract

However, despite the dramatic increase in cross-border securities trading and the removal of many formal barriers to international investment during the past decades, investors still overweight domestic

* Yrd. Do. Dr., Adana Bilim ve Teknoloji Üniversitesi, Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü, asahin@adanabtu.edu.tr

** Prof. Dr., ukurova Üniversitesi, İşletme Bölümü, Finans Anabilim Dalı, hatdog@mail.cu.edu.tr

stocks in their portfolios. This phenomenon, referred to as the home bias or domestic bias, that continues to be a puzzle in the financial literature, is inconsistent with standard asset pricing theory and runs counter to the benefits of international diversifications of equity portfolios.

The aim of this research is to determine the level of the equity home bias for Turkish investors according to both Turkey and target countries. In this context, home bias for Turkey and home biases for 20 target countries invested in between 2001 and 2010 were calculated. Results suggest that equity home bias, calculated using International Capital Asset Pricing Model as a benchmark, were very high. These findings reveal that Turkish investors tend strongly towards local investments and don't benefit enough from international diversification.

Keywords: Home bias, Home bias measure, Equity home bias in Turkey.

Jel Codes: G11, G15, C21

I. Giriş

Pazarlar arasındaki düşük uluslararası korelasyonlar, uluslararası çeşitlendirme ile yatırımcıların portföy riskini yerel çeşitlendirme ile yapabileceklerinden daha fazla düşürebileceklerini göstermektedir. Riski düşürme açısından uluslararası çeşitlendirmenin büyüklüğü uluslararası korelasyon yapısına bağlıdır. Entegrasyonun arttığı dünyada uluslararası çeşitlendirme faydasının abartıldığı yönünde görüşler bulunsa da yapılan çalışmalar uluslararası çeşitlendirme faydasının devam edeceğini göstermektedir.

Çeşitlendirme açısından uluslararası yatırımın, yerel yatırıma karşı yatırımcılara daha yüksek beklenen getiri ve/veya daha düşük risk sunduğu, finans yazınında teorik ve uygulamalı olarak ortaya konulmuştur. Uluslararası çeşitlendirmenin önemli potansiyel kazançlarına rağmen yatırımcılar, fonlarının orantısız olarak fazla bir kısmını yerel menkul kıymetlere dağıtarak yerel yatırım taraflılığı (home bias veya domestic bias [YYT]) olarak adlandırılan durumu sergilemektedirler. Hisse senedi yatırımlarında YYT, global finansal pazarlarda tamamen açıklanamayan önemli bir olgudur.

Uluslararası çeşitlendirmenin kazançlarına rağmen güçlü bir şekilde yerel varlıklara yatırım yapma durumu olan YYT olgusu, tüm yatırımcıların eşit bilgiye sahip olduğu ve pazar fonksiyonlarının mükemmel olduğu standart varlık fiyatlandırma teorisi ile uyumlu değildir. Aynı zamanda çeşitlendirmenin avantajını kullanmayı engellediği için uluslararası çeşitlendirme kavramı ile de ters düşmektedir.

Yatırımcıların refahını, ülkelerin enregrasyon düzeyini ve sermaye maliyetini etkileyen YYT konusunda finans literatüründe çok sayıda çalışma yapılmıştır. Yabancı çalışmalarda, yatırım yapılan ülke olarak Türkiye'ye karşı portföy yatırım taraflılığına yer verildiği görülmüş ancak Türk yatırımcılarının yatırım kararlarında yerel varlıklara eğilimli davranması inceleyen yeterli çalışmaya rastlanılmamıştır. Aydın (2008)'in çalışmasında Türkiye'nin hisse senedi ve tahvil yatırımlarında 2001-2007 yıllarına ait YYT'ler hesaplanmış ancak yatırım yapılan hedef ülkelerde

olan YYT'lere çalışmada yer verilmemiştir. Bu çalışmada temel olarak Türk yatırımcılarının hisse senedi yatırımları açısından ülke bazında ve yatırım yapılan hedef ülkelere göre sergiledikleri YYT'lerin belirlenmesi üzerinde durulmuştur. Bu erevede Türk yatırımcılarının 2001-2010 yılları arasında yerel hisse senetlerine karşı sergilediği YYT ve yabancı hisse senedi yatırımı yaptığı 20 lkeye karşı sergilediği YYT'leri hesaplanmıştır. Türk yatırımcılarının uluslararası hisse senedi yatırımlarında sergiledikleri YYT'lerin oldukça yüksek olduğu görülmüştür.

Bu alışma giriş ve sonuç bölümleri dışında iki bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ikinci ve nc bölümleri YYT kavramı ve hesaplama yönteminin açıklandığı bölümlerdir. Uygulama bölümünden oluşan nc bölümde Türk yatırımcıları açısında hisse senedi YYT'leri hesaplanmıştır.

2. Yerel Yatırım Tarafılığı

Yatırımcılar uluslararası çeşitlendirme yapmalarına rağmen yine de uluslararası portföy yatırımı teorisinin öngördüğü düzeyin altında kalmaktadırlar. Bu bölümde yatırımcıların uluslararası optimal portföyden sapma durumu, YYT, ve bu sapmanın ölümü üzerinde durulacaktır.

2. 1. Uluslararası Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli

CAPM, tüm yerel menkul kıymetlerin yerel pazardaki riskine göre fiyatlandığını ifade etmektedir. CAPM'de yabancı faaliyetleri çok fazla olan bir firmanın dahi uluslararası riskleri dikkate alınmamaktadır. Dolayısıyla yerel CAPM uluslararası boyutta yetersiz kalmaktadır (Solnik & McLeavey, 2009, s. 122-123).

CAPM, pazar portföyünü yerel sermaye portföyleri ile sınırlamıştır ancak çeşitlendirme argümanının uygulanabilmesi için yatırımcıların çeşitlendirme yapmaları gereken ilgili hisse senedi evreninin global pazar olması gerekmektedir. Neoklasik modelde yatırımcılar, ülkeleri dünya sermaye pazarından tamamen ayrışmış ise kendi pazar portföyüne yatırım yaparken ülkeleri bu pazarlarla tamamen entegre olduğu zaman dünya pazar portföyüne yatırım yapmaktadır (Stulz, 2005, s. 1623).

Varlıklar uluslararası entegre olmuş sermaye piyasalarında fiyatlanıyorsa ICAPM'e göre beklenen getiriler aşağıdaki şekilde oluşmaktadır (Doğukanlı, 2012, s. 260; Levi, 2009, s. 413).

$$r_i^* = r_f + \beta (r_w^* - r_f)$$

$$\beta^w = \text{cov}(r_i, r_w) / \text{var}(r_w) = \sigma_{iw} / \sigma_w^2$$

Burada r_w^* , dünya pazarının beklenen getirisini; r_f dünya risksiz faiz oranını göstermektedir. ICAPM'de pazar portföyü olarak dünya portföyü kullanılmaktadır. lke riski beta faktörü ile llmektedir ve dünya portföyüne göre hesaplanan beta, sistematik riskin göstergesi olmaktadır (Doğukanlı, 2012, s. 222-223).

Dünya betası, ulusal bir pazarın dünya pazar hareketlerine duyarlılığını göstermektedir. Dünya betası, $\beta_i^w = \sigma_{iw} / \sigma_w^2$ eşitliğinde; σ_{iw} , i. pazar ile dünya pazar endeksinin getirilerinin arasındaki kovaryansı; σ_w^2 , dünya pazar getirisinin varyansını ifade etmektedir. Örneğin bir pazarın dünya betası 1.2 ise dünya pazarı %1 aşağı ya da yukarı hareket ettiğinde ilgili pazar %1.2 aşağı ya da yukarı hareket edecektir (Eun, Resnick & Sabherwal, 2012, s. 301)

Uluslararası denge risk-fiyatlama ilişkisi olan ICAPM, global varlık yönetimine basitleştirilmiş bir yapı, bir gösterge yada pasif yatırım stratejisi sunmaktadır (Solnik & McLeavey, 2009, s. 136). S&P 500 pasif bir hisse senedi yerel yatırım stratejisinin göstergesi olarak düşünebilirken bir dünya indeksi de pasif uluslararası yatırım strateji için faydalı bir başlangıç noktası olabilmektedir (Bodie, Kane & Marcus, 2001, s. 861). Tamamen etkin, entegre, global sermaye pazarında dünya pazar portföyünü almak doğal pasif bir strateji olmaktadır (Solnik & McLeavey, 2009, s. 387).

2. 2. Yerel Yatırım Tarafılığı Kavramı

Uluslararası portföy yatırımı, hisse senedi ve tahviller gibi uzun dönemli uluslararası finansal varlık işlemlerini ifade etmektedir. Bölümlenmiş (segmented) ulusal pazarlara yol açan psikolojik bariyerler, yasal sınırlamalar, işlem maliyetleri, ayrımcı vergilendirmeler, politik riskler ve döviz kuru riskleri, uluslararası yatırımları yerel yatırımlara göre daha riskli hale getirmektedir. Uluslararası yatırımın risklerine rağmen pazarlar arasındaki düşük uluslararası korelasyonlar, uluslararası çeşitlendirme ile yatırımcıların portföy riskini yerel çeşitlendirme ile yapabileceklerinden daha fazla düşürebileceklerini göstermektedir.

Yatırımcıların portföylerini uluslararası çeşitlendirmesinin sebebi yerel çeşitlendirme ile aynı olup riski olabildiğince düşürmektir. Yerel menkul kıymetler yerel koşullardan benzer şekilde etkilendikleri için birlikte hareket etme eğilimindedir. Bu durum aynı hisse senedi pazarında işlem gören hisse senetlerinin arasında pozitif korelasyon yaratmaktadır. Birlikte hareket etme eğiliminde olan yerel menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcılar, risklerini yaymak ve ulusal piyasa riskini çeşitlendirmek için yabancı sermaye pazarlarının sunduğu çeşitlendirme fırsatlarından yararlanmaktadır.

Geleneksel bakış açısı, hedef yabancı pazar yerel pazarla tam olmayan korelasyona sahip olduğu sürece yatırımcıların yabancı ülkede işlem gören varlığı alarak yatırım portföyünü çeşitlendirmesi ve böylece faydalarını artırması gerektiğini belirtmektedir (Diyarbakırlıoğlu, 2011, s. 301-302).

Sharpe (1964) ve Lintner (1965)'e dayanan geleneksel ICAPM risk ve getiri optimizasyonu yapan bir yatırımcının, bir ülkenin menkul kıymetine yapması gereken yatırım tutarının o ülkenin dünya piyasa kapitalizasyonu oranı kadar olduğunu ifade etmektedir. Bir başka ifade ile rasyonel yatırımcılar yerel varlıklara ülkelerinin dünya pazar portföyündeki ağırlığı kadar yatırım yapmaktadır. Buna rağmen, uygulama sonuçları uluslararası portföylerin yerel varlıklara oldukça eğilimli olduğunu göstermektedir (Ahearne, Grier & Warnock, 2004; Cooper & Kaplanis, 1994a; French & Poterba, 1991; Tesar & Werner, 1995). Bu olgu YYT olarak ifade edilmekte ve bir yatırımcının geleneksel portföy seçim teorisi ile belirlenen optimal yatırım

oranına göre varlığının oldukça yüksek bir kısmını yerel menkul kıymetlere ayırması durumu olarak açıklanabilmektedir.

1970'lerden bu yana finansal ekonomistler, yerel yatırımcılar tarafından tutulan yabancı varlıkların oranının standart portföy teorisi ile tahmin edilenden oldukça düşük olduğunu ortaya koymuştur. Uluslararası sermaye pazarlarında YYT ilk olarak finans literatüründe tanımlanmıştır (Lewis, 1999, s. 571-575).

Daha az aşına olunan varlıkların yüksek getirisi ve düşük riskine rağmen benzer varlıklara gösterilen imtiyaz benzerlik eğilimi olarak da bilinmektedir. Benzer olana karşı gösterilen eğilim bir çeşitlendirme eksikliğini ifade etmektedir. Benzerlik eğilimi hem yerel boyutta (local bias) hem uluslararası boyutta (home bias) alışılmıştır. Her iki durumda da benzerlik eğilimi bir yatırımcının, teorik bir model veya uygulamalı bir veriden elde edilen tarafsız bir portföy ile karşılaştırılınca benzer varlıklara taraflı bir portföy bulundurduğu zaman oluşmaktadır. Uluslararası eşitlendirme aracılığıyla büyük kazançlar elde edilebilecek olmasına rağmen birçok portföy ağırlıklı olarak yerel hisse senetlerine eğilimli olduğu için benzerlik eğilimi uluslararası boyutta daha belirgindir (Baker & Nofsinger 2010, s. 277-279).

YYT olgusu portföylerin uluslararası çeşitlendirme faydası ile ters düşmektedir. Portföy yatırımlarında gözlenen YYT, uluslararası çeşitlendirme için topluca güçlü bir iddia oluşturan Grubel (1968), Levy ve Sarnat (1970), Solnik (1974), Lessard (1976), Gauer ve Hakanson (1987), Kaplanis ve Schaefer (1991), Eun ve Resnick (1988)'i içeren bir dizi literatürle uyumlu değildir (Cooper & Kaplanis, 1994a, s. 43; Eun ve diğerleri, 2012, s. 321).

Son yıllarda sınır ötesi menkul kıymet ticaretindeki önemli artışa ve uluslararası yatırımın birçok engelini ortadan kalkmasına rağmen, yatırımcıların hala portföylerindeki yerel menkul kıymetlere aşırı ağırlık verdiği grlmektedir (Diyarbakırlıoğlu, 2011, s. 301-302). Tablo1, 2005 yılı için dünya pazar kapitalizasyonunun %90'nını ifade eden 28 ülkenin yerel hisse senetlerini ve dünya piyasa kapitalizasyon oranını göstermektedir. Her durumda yerel hisse senedi oranı, o ülkenin dünya piyasa kapitalizasyon oranını aşmaktadır. Bu durum, görünen kazançlara rağmen yatırımcıların hala tanıdık varlıklara bir eğilim göstermeye devam ettiğine işaret etmektedir (Baker & Nofsinger, 2010, s. 280).

Tablo 1. Yerel Hisse Senetlerine Yatırım Oranı (2005 Yılı 28 Ülke İçin)

	Yerel Hisse Senedi Oranı %	Dünya Piyasa Kap. Oranı %	Fark
Türkiye	99.9	0.3	99.6
Polonya	99.4	0.2	99.2
Kore	98.8	1.1	97.7
Meksika	98.2	0.5	97.7
Yunanistan	96.5	0.3	96.2
Macaristan	95.9	0.1	95.8
Çek Cumhuriyeti	91.1	0.1	91.0
İspanya	91.2	2.5	88.7
Belçika	88.4	2.0	86.4
Slovak Cum- huriyeti	85.9	0.0	85.9
Portekiz	85.0	0.2	84.8
Avustralya	86.5	2.0	84.5
Japonya	90.5	9.7	80.8
İsviçre	78.7	2.2	76.5
İtalya	78.0	2.1	75.9
Fransa	79.7	4.9	74.8
Kanada	76.3	3.1	73.2
Almanya	72.3	3.2	69.1
Yeni Zelenda	68.6	0.1	68.5
Finlandiya	68.8	0.5	68.3
İsveç	67.1	1.0	66.1
Danimarka	66.1	0.4	65.7
İngiltere	72.0	7.4	64.6
Avusturya	59.5	0.2	59.3
Norveç	55.1	0.4	54.7
ABD	87.2	43.1	44.1
Hollanda	42.4	1.6	40.8
İrlanda	-27.7	0.3	-28.0

Kaynak: Baker ve Nofsinger, 2010, s. 280

Tablo 1, gelişmiş ve gelişmekte olan 28 ülkenin her birinin ICAPM optimal hisse senedi yatırım tutarından ne düzeyde farklılaştığını göstermektedir. İrlanda dışındaki her ülke, optimal yerel yatırım oranından fazlasını kendi ülke hisse senetlerine yatırmıştır. Optimal ve fiili yatırım tutarı arasındaki farkın % 90'ın üzerinde olduğu ülkeler sırası ile Türkiye, Polonya, Kore,

Meksika, Yunanistan, Macaristan ve ek Cumhuriyeti olup bu ülkelerin tamamı da gelişmekte olan ülkedir. Diğer lkeler için farkın % 70 ve % 80 civarında yoğunlaştığı ancak ABD, Norveç ve Hollanda için farkın % 60'ın altında olduğu grlmektedir. Örneğin ABD yatırımcıları hisse senetlerinin dünya kapitalizasyon payı %43,1 iken %87,2'si yerel hisselerden oluşan bir portföye yatırım yapmıştır. Tablo 1'den ayrıca sadece İrlanda yatırımcılarının yerel hisse yatırımlarının optimal yatırım tutarının altında olduğu bir başka deyişle aşırı yabancı hisse senedi yatırımı yaptıkları izlenmektedir.

French ve Poterba (1991), Cooper ve Kaplanis (1994a), Tesar ve Werner (1995), Glassman ve Riddick (2001), Ahearne ve diğerleri (2004), Chan, Covrig ve Ng (2005) gibi çeşitli araştırmacılar portf yatırımlarının yerel yatırımlara odaklandığını gösteren çalışmalar yapmışlardır.

Cooper ve Kaplanis (1994b), 1987 yılı itibari ile hisse senedi pazarı dünya piyasa kapitalizasyon oranlarının Fransa, İtalya, Japonya, İspanya, İsviçre, İngiltere, ABD ve Almanya için sırası ile %2.6, %1.9, %43.7, %1.1, %0.8, %10.3, %36.4, %3.2 iken, ilgili ülkelerin yerel sermayeye ayırdıkları fonun payı sırası ile %64.4, %91, % 86.7, %94.2, %100, %78.5, %98 ve %75.4 olduğunu hesaplamıştır (Cooper & Kaplanis, 1994b, s. 46). French ve Poterba (1991), 1989 yıl sonu itibari ile ABD, Japonya ve İngiltere yatırımcılarının tüm hisse senedi yatırımlarının sırası ile %94, %98 ve %82'sinin yerel varlıklara dağıtıldığını göstermiştir (French & Poterba, 1991, s. 222).

Ahearne ve diğerleri (2004), 2000 yılında ABD portföyünde yabancı menkul kıymetlerin payının %10 civarında olduğu ve 1980'lerdeki %1 seviyesinden önemli düzeyde artış gösterdiğini ancak hala optimal yabancı menkul kıymet oranının oldukça gerisinde olduğunu göstermiştir (Ahearne ve diğerleri, 2004, s. 314).

Chan ve diğerleri (2005), 1999 ve 2000 yıllarında ABD pazarı dünya kapitalizasyon oranının %47 olduğunu ancak yatırım fonlarının %86'sını yerel menkul kıymetlere yatırdığını hesaplamışlardır. Bu çalışmaya dahil edilen gelişmiş ve gelişmekte olan 26 ülkenin tamamının yatırım fonu varlıklarının yerel pazar payının dünya pazar payının oldukça üzerinde olduğu tespit edilmiştir (Chan ve diğerleri, 2005, s. 1509). Bu alışmalar yatırımcılarının uluslararası çeşitlendirmenin çok gerisinde olduğunu göstermektedir.

Lewis (1999), ABD'nin yabancı hisse senedi varlığının optimal olmadığını diğer bir deyişle herhangi bir tercih setinde minimum varyanslı portföyün altında olduğunu teyit etmiştir. Çalışmada ABD borsasının yatırım fonları ve ABD dışındaki uluslararası fonların 1970-1996 yılları aylık getirileri ve standart sapmaları ile etkin sınır belirlenmiştir. ABD portf yatırımında yabancı varlık oranı %39'un altında olduğu sürece herhangi bir riskten kaçma düzeyinde hiçbir portföyün optimal olmadığı sonucuna varılmıştır (Lewis, 1999, s. 572).

Lau, Ng ve Zhang (2010), 38 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin yatırım fonlarının yerel ve yabancı hisse senedi dağılımını kullanarak YYT ile sermaye maliyeti ilişkisini araştırmıştır. Çalışmada sermaye maliyetinin lkeler arasında oldukça farklılaştığı ve bir ülkenin sermaye maliyetinin portf varlıklarındaki YYT ile güçlü pozitif bir ilişki içinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçlar bir ülkenin YYT'sinin düşmesinin, o ülkede pazar bölümlenmesi düzeyinin

azalmasına ve sermaye maliyetinin düşmesine yardım edeceğini göstermektedir. Ayrıca ülkelerin düşen sermaye maliyeti ve artan global risk paylaşımından önemli düzeyde faydalanacakları ifade edilmiştir (Lau ve diğerleri, 2010, s. 214).

Chen ve Yuan (2011), yerel taraflılıkta bir birim azalmanın sermaye maliyetinde %10 ila %18 baz puanlık bir düşüşe yol açtığını bularak Lau ve diğerlerinin (2010) hipotezini doğrulamıştır. Bu çalışmada ayrıca Türkiye gibi YYT'si %99'un üzerinde olan gelişmekte olan ülkelerde sermaye maliyetinin yüksek olduğu vurgulanmıştır (Chen & Yuan, 2011, s. 152).

2. 3. Yerel Yatırım Taraflılığının Ölçümü

Hisse senedi YYT oranı, bir ülkenin yatırımcılarınca tutulan toplam hisse senedi portföyünün dünya pazarında olması gereken optimal orandan ne düzeyde saptığını göstermektedir.

YYT'ni ölçülemek için gerçek portföy dağılımının, bir gösterge ile tahmin edilen dağılım ile kıyaslanması gerekmektedir. Bu durumda yerel taraflılık, global finansal pazardaki payına göre yerel ve yabancı varlıkları ağırlıklandıran bir gösterge portföye kıyasla bir ülkenin yatırımcılarının yerel varlıkları hangi düzeyde aşırı değerlendirdiğini ve uluslararası varlıkları hangi düzeyde düşük değerlendirdiğini ölçmektedir (Fidora, Fratzscher & Thimann, 2007, s. 635).

YYT'nin ölçülmesi, yatırımcının portföyünde bulunan yerel varlıkları tarafsız bir portföydeki varlıkların oranı ile kıyaslayarak mümkün olmaktadır. Uluslararası düzeyde bu ölçüm, bir ülkede tutulan yerel hisse senetlerini bu ülkenin dünya piyasa kapitalizasyon oranı ile kıyaslayarak yapılmaktadır. Bir başka ifade ile bir ülkenin kendi yerel hisse senetleri global portföyde tutulanlarla kıyaslanmaktadır (Baker & Nofsinger, 2010, s. 279).

2. 3. 1. Yerel Yatırım Taraflılığı Ölçüm Yaklaşımları

Hisse senedi yerel taraflılığının anlamlı açıklaması için gerçek hisse portföylerinin kıyaslanabileceği kriterin ağırlıklarının doğru tanımlanması gerekmektedir. YYT'nin ölçülmesinde mevcut literatür iki önemli yaklaşım ve bir alternatif model tanımlamaktadır. Birincisi ICAPM'in bir versiyonuna dayanan model temelli yaklaşımdır. Birçok çalışma varlık getirilerinin ICAPM ile iyi belirlendiğini savunmaktadır ki ICAPM, kriter ağırlıkların sadece her bir ülkenin global hisse senedi pazarındaki ağırlığı ile belirlendiğini varsaymaktadır. İkincisi, optimal portföy ağırlıklarının ortalama-varyans optimizasyon prosedüründen elde edildiği veri temelli yaklaşımdır. Bu yaklaşımda örneklemin varlık getirilerinin ortalama ve kovaryans matrisi ile belirlenen ortalama-varyans optimizasyonu yoluyla kriter ağırlıkları oluşturulmaktadır. Alternatif bir üçüncü yaklaşım, model temelli ve veri temelli yaklaşımlar arasında bir uzlaşma sağlayan Bayesian modelidir.

Model ve veri tabanlı her iki yaklaşımın kendi esasları ve eksiklikleri varken her ikisinin de vardığı sonuç ayındır. Yerel varlıklardan elde edilebilenden daha fazla çeşitlendirme kazançları bulunmaktadır. Her iki yaklaşım da problemsiz değildir. İlk yaklaşım olan model temelli yaklaşımda yatırımcıların, modelin geçerliliği konusundaki şüphelere rağmen ICAPM'e dogmatik bir inancının olduğu varsayılmaktadır. Veri tabanlı yaklaşım ise varlık fiyatlama modellerini tamamen göz ardı etmekte ve sadece getiri verilerine dayanan standart ortalama-varyans yapısı

içinde ağırlıkları hesaplamaktadır. Veri tabanlı yaklaşımın önemli bir dezavantajı ağırlıkların, hesaplanması oldukça güç olan beklenen getirilere oldukça duyarlı olmasıdır (Baele, Pungulescu & Horst, 2007, s. 607; Baker & Nofsinger, 2010, s. 282).

2. 3. 2. Model Temelli Yaklaşım ile Yerel Yatırım Tarafılığı Ölçümü

Yerel tarafılık çalışmalarında uluslararası portföylerde optimal ağırlıklar genellikle model temelli yaklaşımın dayandığı ICAPM varsayımlarına göre belirlenmektedir. Geleneksel ICAPM modelinde, riske göre düzeltilen getirileri maksimize etmek için yatırımcıların dünya portföyü içinde ülkelerinin pazar kapitalizasyonuna göre kendi ülkelerinin hisselerini tutmaları gerekmektedir. Bir başka ifade ile ICAPM modelinde bir ülkenin optimal portföy ağırlığı, ilgili ülkenin pazar kapitalizasyon payı ile belirlenmektedir (Baele ve diğerleri, 2007; Daly & Vo, 2013, Lau ve diğerleri, 2010, s. 196; Mishra, 2008).

ICAPM gösterge alınarak ölçülen yerel yatırım tarafılığının matematiksel ifadesinde; i ülkesi açısından w_i^* , i dışındaki dünyanın piyasa ağırlığı, w_i ise i ülkesinin portföyündeki yabancı varlıkların oranı ise yerel yatırım tarafılığı bu iki ağırlık arasındaki yüzde farkıdır (Chan ve diğerleri, 2005, s. 1503-1509; Fidora ve diğerleri, 2007, s. 635). Bu fark aşağıdaki eşitlikte olduğu gibi ifade edilmektedir.

$$YYT_i = \frac{w_i^* - w_i}{w_i^*} = 1 - \frac{w_i}{w_i^*} \quad \forall w_i^* \geq w_i$$

Bu eşitlikte, YYT_i , i ülkesinin yerel yatırım tarafılığını; w_i^* , i ülkesi yatırımcılarının optimal yabancı varlık yatırım oranını; w_i , i ülkesi yatırımcıların fiili yabancı varlık yatırım oranını göstermektedir. ICAPM gösterge ise w_i^* , i ülkesi dışında kalan dünyanın piyasa kapitalizasyonu ile belirlenmektedir;

Örneğin i ülkesi yatırımcıları portföylerinin %20'sini yurtdışına dağıtırsa, buna rağmen i ülkesinin dünya piyasa kapitalizasyonunda optimal yabancı yatırım oranı %80 ise bu ülke dörtte bir oranında (%25 =20/80) uluslararası çeşitlendirme yapar ve dörtte üç oranında (%75=60/80) yerel tarafılık gösterir. Yatırımcıların yerel menkul kıymetler portföy payı o ülkenin dünya portföyündeki payına eşitse tarafılık yoktur yani yerel tarafılık sifıra eşitir. Yatırımcılar sadece yerel menkul kıymete yatırım yaparsa tam tarafılık vardır, yani yerel tarafılık bire eşitir.

Daha spesifik olarak iki ülke arasında karşılıklı yerel tarafılık belirlenebilmektedir. Bunun için i ülkesinin herhangi bir j ülkesine yaptığı gerçek finansal varlık yatırımlarının, bu ülkedeki gösterge ağırlıklara göre olması gereken tutardan ne kadar farklılaştığı ölçülmektedir.

$$YYT_{ij} = \frac{w_j^* - w_{ij}}{w_j^*} = 1 - \frac{w_{ij}}{w_j^*} \quad \forall w_j^* \geq w_{ij}$$

Burada YYT_{ij} , i ülkesinin j ülkesine göre yerel yatırım tarafılığını; w_j^* , i ülkesinin j ülkesine yapması gereken optimal yabancı varlık yatırım oranını, w_{ij} , i ülkesi yatırımcıların j ülkesine

yaptığı fiili finansal varlık yatırım oranını ifade etmektedir. ICAPM gösterge ise w_j^* , j ülkesinin piyasa kapitalizasyonu oranı ile belirlenmektedir.

İki ülke arasındaki karşılıklı taraflılık yani i ülkesi yatırımcısının j ülkesine göre yerel yatırım taraflılığı, i ülke yatırımcısının j ülkesindeki fiili yatırım tutarı ile j ülkesinin optimal yatırım tutarı arasındaki farktır. Bu ölçüm, mevcut portföyün pazar portföyünden sapma yüzdesini sağlayarak, i ülkesinin yatırımcılarının herhangi bir j ülkesini nasıl yüksek ya da düşük değerlendirdiğini göstermektedir. Uluslararası olarak tamamen çeşitlendirilmiş bir pazar portföyünde j ülkesine yapılan yatırım (w_{ij}) ile j ülkesine yapılması gereken optimal yatırım (w_j^*) birbirine eşittir ve yerel taraflılık sıfır olmaktadır. Diğer uç durumda ise i ülkesinin yatırımcıları j ülkesinden hiç menkul kıymet bulundurmazsa, bu ülkeye karşı %100 yerel taraflılığa sahip oldukları söylenebilmektedir.

Yukarıda yerel taraflılık ölçümleri, optimal ağırlıkların (w^*) fiili yatırım oranından (w) yüksek yada eşit olması durumunda ($w^* w$) geçerlidir. Ölçümün potansiyel bir zorluğu, optimal ağırlıkların (w^*) fiili yatırım oranından (w) düşük olması durumudur ($w^* w$). Bu durum i ülkesinin diğer ülkelere aşırı yatırım yapma durumunu bir başka ifade ile negatif yerel taraflılığı ifade etmektedir. Bazı Euro bölgesi ülkelerine ve Lüksemburg, İrlanda ve Cayman Adaları gibi bazı finans merkezlerine karşı olan yatırımlarda negatif yerel taraflılıklar görülebilmektedir.

YYT'nin ICAPM gösterge alınarak ölçümüne bir örnek vermek gerekirse, Türk yatırımcısının portföyünde 2010 yılında Almanya hisse senedi optimal yatırım oranı (Almanya'nın dünya piyasa kapitalizasyon oranı) %2,6 iken bu ülkenin hisse senetlerine yapılan fiili yatırım oranı % 0,045 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye 2010 yılında Almanya'ya karşı %98,28 ($1 - [0,045/0,26]$) oranında yerel yatırım taraflılığı sergilemiştir.

3. Türk Yatırımcılarının Hisse Senedi Yatırımlarında Yerel Yatırım Taraflılığının Hesaplanması

Çalışmanın önceki bölümlerinde, uluslararası portföy yatırımlarında yerel menkul kıymetlere aşırı ağırlık verme durumu olan YYT'nin literatürdeki yeri teorik olarak tartışılmış ve taraflılığın ölçüm yöntemlerine yer verilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde ise, Türk yatırımcılarının uluslararası hisse senedi yatırımlarında ülke olarak ve hedef ülke bazında sergiledikleri YYT'ler hesaplanacaktır.

Türk yatırımcılarının yatırım kararlarında yerel varlıklara eğilimli davranması inceleyen yeterli çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu çalışmada, finans alanında tartışma konusu olmaya devam eden hisse senedi yerel taraflılığının Türk yatırımcıları açısından hesaplanması amaçlanmıştır. Bu kapsamda Türk yatırımcılarının 2001-2010 yılları arasında uluslararası hisse senedi yatırımlarında ülke olarak ve yatırım yaptığı 20 hedef ülkeye göre yerel taraflılık düzeyleri belirlenmiştir.

3. 1. Türkiye'nin Hisse Senedi Yerel Yatırım Taraflılığının Hesaplanması

Türk yatırımcısının yerel hisse yatırımı, toplam hisse senedi yatırım tutarından yabancı hisse senedi yatırım tutarı çıkarılarak bulunmuştur. Türkiye'de yerleşik yatırımcıların toplam

hisse senedi portföy yatırım tutarı ise yerel ve yabancı hisse senetlerine yapılan yatırım tutarları toplamından Türkiye’de yerleşik olmayanlarca yerel varlıklara yapılan yatırım tutarı düşölerek elde edilmiştir. Türkiye’de ihraç edilen hisse senetlerine yapılan yabancı yatırım tutarı ve yatırımcılarının yabancı hisse senetlerine yaptığı yatırımı tutarı verileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP) verilerine göre (www.tcmb.gov.tr/uyp) belirlenmiştir. UYP Verilerine göre varlık kalemindeki hisse senedi yatırımı Türk yatırımcısının yabancı yatırım tutarını, yükümlölük kalemlerindeki hisse senedi borcu ise Türkiye’de ihraç edilen hisse senetlerine yabancılarca yapılan yatırımı ifade etmektedir. Türk yatırımcısının toplam ve yerel hisse senedi yatırım tutarı aşağıdaki eşitlikler ile ifade edilebilir.

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

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

Tablo 2. Türkiye’nin Hisse Senedi Yerel Yatırım Tarafılığı

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

Not: Tablo 2, Türkiye’nin 2001-2010 yılları arasındaki yerel hisse senedi portföy yatırımlarındaki yerel tarafılığı ve hesaplamada kullanılan verilerin gelişimini göstermektedir. Tutarlar milyon doları ifade etmektedir. Dünya kapitalizasyon oranı ve yerel yatırım tarafılığı ise yüzde (%) değerlerdir.

“Kap.” kapitalizasyonun kısaltması olarak kullanılmıştır.

Tablo 2’de görüldüğü gibi Türkiye sermaye piyasasının dünya sermaye pazarı payı %1’in altında olup 2010 yılında % 0,6’ya yaklaşmıştır. Uluslararası sermaye varlıkları fiyatlama modeline göre Türkiye’nin toplam portföy yatırımı içinde yerel hisse senetlerinde bulundurması gereken optimal yatırım payı %1 in altında iken incelenen yıllarda %99’un üzerindedir.

3.2. Türkiye’nin Hedef Ülkelerle Karşılıklı Hisse Senedi Yerel Yatırım Tarafılığının Hesaplanması

Türk yatırımcısının hisse senedi yatırımlarında hedef ülkelerle karşılıklı YYT’sini hesaplayabilmek için öncelikle hangi ülkelere yatırım yapıldığı belirlenmiştir.

Türkiye’nin ülke bazında sınır ötesi hisse senedi yatırım verileri Uluslararası Para Fonunun (International Monetary Fund [IMF]) Eşgüdümlü Portföy Yatırım Anketi (Coordinated Portfolio Investment Survey [CPIS]) raporlarından (<http://cpis.imf.org>) elde edilmiştir. Ülkelerin piyasa kapitalizasyonu verisi Dünya Bankası verilerinden (<http://data.worldbank.org>) temin edilmiştir.

Türkiye’nin yabancı hisse senedi yatırımı verileri için CPIS’in bireysel ekonomilere ilişkin yatırımlarının raporlandığı tablolarından “Reported Portfolio Investment Assets by Economy of Nonresident Issuer” başlıklı tablodan (<http://elibrary-data.imf.org>) yararlanılmıştır. Bu tabloda ülkelerin ihraç ettiği menkul kıymetler, hisse senedi, borç senetleri ve borç senetleri vade ayrımı yapılarak, yabancı yatırımcılarca yapılan yatırım tutarı ülke bazında raporlanmıştır.

TCMB, yurtiçinde yerleşiklerin yurtdışındaki portföy yatırımlarının stok değerini belirlemek için 2001 yılından buyana düzenli olarak yapılan Portföy Yatırım Anketi ile CPIS’e veri sağlamaktadır (Uluslararası yatırım pozisyonu istatistiklerine ilişkin yöntemsel açıklama, s. 7).

CPIS, birçok ülkenin yabancı portföy yatırım tutarı hakkında, ihraç eden ülke açısından, veri sağlamaktadır. IMF, ilk CPIS araştırma raporunu 29 ülkenin katılımı ile 1997 yılında, ikicisini 69 ülkenin katılımı ile 2001 yılında oluşturmuştur. 1998-2000 döneminde düzenlenmeyen araştırma 2001 yılından buyana yıllık olarak raporlanmaktadır. İnceleme tarihinde CPIS raporları bazı offshore ve finans merkezlerini de içeren 241 katılımcı ülke ve finans merkezini içermektedir.

İnceleme döneminin 2001-2010 yılı olarak belirlenmesinde CPIS raporunun 2001 yılından buyana yıllık olarak raporlanması ve inceleme dönemi itibari ile kesin verisine ulaşılabilen en son yılın 2010 yılı olması etkili olmuştur. CPIS verilerine göre Türkiye’nin 2001-2010 yılları arasında en az bir dönem yatırım yaptığı 49 ülke bulunmakta olup yatırım tutarı en az bir dönem 500.000 doların (0,5 milyon dolar) üzerinde olan 20 ülke ve 1 finans merkezi (Cayman Adaları) bulunmaktadır. Cayman Adaları kapitalizasyon tutarı bilgisine ulaşamayacağı için analize dahil edilmemiştir. Literatürde de finansal merkezlerin uygulamalı çalışmaların dışında tutulduğu izlenmiştir. Thapa & Poshakwale (2010), Fidora ve diğerleri (2007) ve Chen ve Yuan (2011)’in negatif tarafılık ve kayıp verileri nedeniyle analiz dışında tuttuğu ülke ve offshore merkezleri bulunmaktadır. Çalışma kapsamına alınan 20 hedef ülkeye 2001-2010 yılları itibari ile yapılan hisse senedi yatırım tutarları Tablo 3’de görülmektedir.

Tablo 3. Türkiye'nin 20 Hedef lkeye Yaptığı Hisse Senedi Yatırımı

lke/Yıl	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ABD	9.16	5.89	11.68	17.44	13.21	41.73	44.91	38.32	115.43	105.93
Almanya	27.47	20.58	17.25	4.02	4.08	3.23	5.12	1.15	12.26	111.43
Bahreyn	...	...	...	0.38	...	0.74	...	...	0.74	1.20
Belçika	...	...	...	...	...	9.98	...	...	0.20	0.06
Fransa	0.16	0.04	0.66	1.33	0.94	0.37	0.00	0.00	2.35	2.90
Hollanda	0.43	0.13	0.44	58.45	50.95	0.65	0.55	0.01	0.18	0.08
İngiltere	0.47	0.51	0.44	0.45	0.24	3.53	1.13	2.19	8.04	35.11
İrlanda	1.64	...	1.12	1.11	0.12	...	1.09	...	0.00	0.49
İsviçre	4.56	0.05	0.48	1.33	1.82	0.89	0.23	0.65	3.92	0.22
Japonya	...	...	...	...	...	...	0.89	0.12	0.42	0.00
Kanada	0.04	0.64	1.99	5.35	0.08	0.64	0.57	0.09	0.83	2.30
Kazakistan	1.72	0.41	0.43	0.46	0.08	...	0.09	...	0.00	0.00
Kuveyt	...	...	7.14	...	...	...	...	...	1.26	0.07
Lüksenburg	1.83	7.78	7.90	14.90	16.95	87.72	21.17	15.07	69.58	105.78
Malezya	...	...	...	...	...	...	...	...	0.50	0.50
Pakistan	...	...	...	...	...	...	...	...	1.50	0.00
Portekiz	...	...	...	...	0.80	...	...	0.27	0.01	0.00
Romanya	0.08	3.42	3.42	...	...	...	...	...	0.00	0.07
Rusya	0.08	0.08	0.08	0.02	0.02	...	0.02	...	0.65	0.65
Yunanistan	...	...	...	...	...	...	0.00	0.00	0.00	0.64

Not. Veriler CPIS raporlarından elde edilmiştir. Değerler milyon dolardır. “...” verilerin temin edilemediğini ifade etmektedir.

Türkiye'nin 2001-2010 yılları arasında yaptığı toplam yabancı hisse senedi yatırım tutarı 1,261 milyon dolar olup çalışmaya dahil edilen 20 hedef lkeye yapılan 1,203 milyon dolar hisse senedi portföy yatırımı, toplam tutarın % 95.5'ini oluşturmaktadır. Tablo 3'de görülen toplam yatırımın % 90.3' ise 6 lkeye yapılmış olup bu ülkelerin aldıkları pay sırası ile ABD % 32, Lüksenburg % 27.7, Almanya % 16,4, Hollanda % 8,8, İngiltere % 4,4 ve İsviçre % 1 dir.

Türkiye'nin 2001-2010 yılları arasındaki 10 yıllık sürede 20 hedef lkeye yaptığı hisse senedi yatırımlarında gözlenen YYT'ları, optimal portföy yatırım oranı olarak ICAPM'in

gösterge alınması suretiyle belirlenmiştir. YYT oranı, Chan ve diğerleri (2005) ve Fidora ve diğerlerinin (2007) çalışmalarında olduğu gibi hesaplanmıştır (2.4.2. bölümde hesaplama yöntemi bulunmaktadır ve 10. sayfada Almanya için YYT hesaplanmıştır). Türkiye'nin en az bir dönem 500.000 dolar ve üzeri yatırım yaptığı 20 ülkeye aşırı yatırım yani ülkenin dünya piyasa kapitalizasyon payından daha fazla yatırım yapma durumu olmadığı için yerel taraflılık verisinde herhangi bir düzeltme işlemi yapılmamıştır. Türkiye'nin hedef ülkelerle karşılıklı YYT düzeyleri Tablo 4'de görülmektedir.

Tablo 4. Türkiye'nin 20 Hedef Ülkeyle Karşılıklı Hisse Senedi Yerel Yatırım Taraflılığı

YYT/Yıl	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ABD	0.9996	0.9996	0.9996	0.9995	0.9997	0.9991	0.9993	0.9988	0.9980	0.9986
Almanya	0.9828	0.9771	0.9914	0.9984	0.9989	0.9992	0.9993	0.9996	0.9975	0.9828
Bahreyn	....	....	....	0.9871	....	0.9855	....	....	0.9884	0.9870
Belçika	....	....	....	....	....	0.9896	....	....	0.9998	0.9999
Fransa	0.9999	1.0000	0.9997	0.9996	0.9998	0.9999	1.0000	1.0000	0.9997	0.9997
Hollanda	0.9994	0.9997	0.9995	0.9497	0.9710	0.9997	0.9998	1.0000	0.9999	1.0000
İngiltere	0.9999	0.9998	0.9999	0.9999	1.0000	0.9996	0.9999	0.9996	0.9992	0.9975
İrlanda	0.9854	....	0.9929	0.9955	0.9996	....	0.9978	....	1.0000	0.9982
İsviçre	0.9951	0.9999	0.9996	0.9993	0.9993	0.9997	0.9999	0.9997	0.9990	1.0000
Japonya	....	....	....	....	....	....	0.9999	1.0000	1.0000	1.0000
Kanada	1.0000	0.9991	0.9988	0.9979	1.0000	0.9998	0.9999	1.0000	0.9999	0.9998
Kazakistan	0.0413	0.7660	0.9038	0.9460	0.9973	....	0.9994	....	1.0000	1.0000
Kuveyt	....	....	0.9353	....	....	....	....	....	0.9965	0.9999
Lüksemburg	0.9484	0.7579	0.8861	0.8624	0.8886	0.5432	0.9631	0.9166	0.8253	0.7693
Malezya	....	....	....	....	....	....	....	....	0.9995	0.9997
Pakistan	....	....	....	....	....	....	....	....	0.9880	1.0000
Portekiz	....	....	....	....	0.9960	....	....	0.9985	1.0000	1.0000
Romanya	0.9752	0.4237	0.6706	....	....	....	....	....	1.0000	0.9995
Rusya	0.9993	0.9995	0.9998	1.0000	1.0000	....	1.0000	....	0.9998	0.9999
Yunanistan	....	....	....	....	....	....	1.0000	1.0000	1.0000	0.9981

Not. Veriler CPIS raporlarından elde edilmiştir. “...” verilerin temin edilemediğini ifade etmektedir.

Tablo 2 ve Tablo 4 birlikte değerlendirildiğinde Türk yatırımcılarının hisse senedi yatırımlarının ICAPM'den oldukça yüksek sapmalar gösterdiği ve yerel yatırımlara karşı orantısız bir şekilde ağırlık verdiği sonucuna varılmaktadır.

Tablo 2, Türkiye'nin toplam hisse senedi yatırımları içinde yabancı ve yerel yatırımları dikkate alarak ülkenin yerel hisse senedi yatırım taraflılığı düzeyini göstermektedir. Taraflılık düzeyi 10 yıl boyunca %99,83'in altına düşmemiştir. Uluslararası eitlendirmeden yeterince faydalanamayan Türk yatırımcılarının refahı ve ülkenin sermaye maliyeti bu durumdan olumsuz etkilenmektedir.

Tablo 4, Türk yatırımcılarının 10 yıl boyunca en çok yatırım yaptığı ilk 20 hedef ülkenin hisse senetlerine karşı sergilediği taraflılık düzeylerini göstermektedir. Tam taraflılık durumu yanı sıra tam taraflılığa, yani 1'e, yakın taraflılıkların çoğunlukta olduğu grlmektedir. Almanya, Bahreyn, Belçika, Hollanda, İrlanda, Kazakistan, Kuveyt, Lüksemburg, Pakistan ve Romanya'da bazı dnemelerde 0,99'dan daha düşük taraflılıklar grlmştir. Bu lkeler arasında Kazakistan, Romanya ve Lüksemburg ise en düşük taraflılıkların grldği ülkelerdir. Kazakistan ve Romanya'nın dünya kapitilizasyon oranlarının çok düşük olmasının bu oranlarda etkili olabildiği düşünülse de taraflılığı açıklayan faktörler hakkında net bir yorum yapılamamaktadır.

Türk yatırımcılarının portföyleri ICAPM'den oldukça yüksek sapmalar göstermektedir ve yerel yatırımlara karşı gcl bir şekilde eğilimlidir. Bu eğilimin yüksekliliği Türkiye finansal pazarının bölümlenmiş olduğunun da göstergesidir. Gelişmekte olan pazarlarda görülen yüksek YYT'ler, refahı olumsuz etkilemektedir. Yerel yatırımcıların, sınır ötesi hisse senedi yatırımlarını standart portföy teorisine göre yapmaları halinde ülkelerin düşen sermaye maliyeti ve artan global risk paylaşımından önemli düzeyde faydalanacağını ifade eden alışmalar (Lau ve diğerleri, 2010) bulunmaktadır. Standart portföy teorisinin önerdiği optimal portföyün oldukça gerisinde kalarak uluslararası eitlendirmeden yeterince faydalanamayan Türk yatırımcılarının, yabancı hisse senedi yatırımlarını arttırması, Türkiye'nin sermaye maliyetinin düşmesine katkı sağlayacaktır.

4. Sonuç ve neriler

Portföy yatırımcılarını uluslararası menkul kıymet almaya ve portföylerinde tutmaya motive eden temel faktör, uluslararası eitlendirilmiş portföylerin daha düşük portföy riski ve genellikle daha yüksek beklenen getiri sunmasıdır. Geleneksel bakış açısı, hedef yabancı pazar yerel pazarla tam olmayan korelasyona sahip olduğu sürece yatırımcıların yabancı ülkede işlem gören varlığı alarak yatırım portföyünü eitlendirmesi ve böylece faydalarını arttırması gerektiğini belirtmektedir. Yatırımcılar uluslararası yatırımlarla aynı kazanç düzeyinde daha etkin portföyler elde etmektedir.

Son yıllarda sınır ötesi menkul kıymet ticaretindeki önemli artışa ve uluslararası yatırımın birçok engelinin ortadan kalkmasına rağmen yatırımcıların hala portföylerindeki yerel menkul kıymetlere aşırı ağırlık verdiği grlmektedir. Finansal ekonomideki önemli tartışmalardan biri, yatırımcıların portföylerini uluslararası pazarlarda optimal olarak dağıtmamaları ve kendi

ülkelerinin menkul kıymetlerini sistematik olarak aşırı değerlendirmeleridir. Uluslararası sermaye pazarlarında, portföy varlıklarında YYT olarak ifade edilen bu durum, bir yatırımcının optimal çeşitlendirilmiş portföyden daha fazla oranda yerel ülke menkul kıymetlerine yatırım yapması eğilimidir.

Kurumsal sınırlamalar, kamulaştırma korkusu, farklı vergi oranlarının uygulanması, yüksek yatırım maliyeti, yerel yatırımcıyı dünya pazar portföyüne göre yabancı varlıklara daha az yatırım yapmaya itmektedir. Bilgi ve işlem maliyetleri bazen politik ve transfer riski yerel pazardaki yerel yatırımcıya rekabet avantajı vermektedir.

Finansal pazarların entegrasyonunun, yabancı hisse senedi yatırımları üzerinde kalan kurumsal bariyerleri ortadan kaldırması, uluslararası işlem maliyet ve komisyonlarını önemli düzeyde düşürmesi, bilgi değişimini kolaylaştırması ve ölçülebilirliği düşük olan psikolojik faktörleri etkilemesi beklenmektedir. Küreselleşme ve bölgesel entegrasyonun etkisi ile hisse senedi yerel taraflılığı zamanla azalmasına rağmen hala önemli bir tartışma konusudur. Son yıllarda birçok ülkenin hisse senedi pazarları üzerindeki sermaye sınırlamalarını liberalize etme çabaları da hisse senedi yatırımcılarının yerel varlıklara aşırı yatırım yapma eğilimini ortadan kaldıramamıştır.

Türk yatırımcılarının portföy yatırımlarında YYT düzeyini inceleyen yeterli çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu çalışmada, Türkiye'nin uluslararası hisse senedi yatırımlarında ülke olarak ve yatırım yapılan ülkelerle olan karşılıklı YYT araştırılmıştır. Yapılan hesaplamalar, Türk yatırımcıların uluslararası çeşitlendirmenin avantajlarından faydalanmayarak hisse senedi portföy yatırımlarının büyük kısmını kendi ülkelerine yaptıklarını göstermektedir.

Türk yatırımcılarının hisse senedi yatırımlarında görülen yüksek taraflılıklar Türkiye finansal pazarının bölümlenmiş olduğunun da göstergesidir. Uluslararası çeşitlendirmeden yeterince faydalanamayan Türk yatırımcılarının, yabancı hisse senedi yatırımlarını arttırması refahın artışına ve sermaye maliyetinin düşmesine katkı sağlayacaktır.

TCMB'nin UYP verilerine göre 2001-2010 yılları toplam portföy yatırımları içinde kurumsal yatırımcı oranı ortalama %90 iken 2011 ve 2014-06 döneminde bu oran %76'dır. Son yıllarda Türkiye'nin yurtdışı hisse senedi yatırımlarında kurumsal yatırımcı payı düşse de hisse senedi ve borç senetlerinden oluşan toplam yurtdışı portföy yatırımları içindeki kurumsal yatırımcı etkinliği devam etmektedir. Bireysel emeklilik sisteminin sağladığı fonların kurumsal yatırımcı tabanını genişletme potansiyeline rağmen Türkiye'de kurumsal yatırımcı oranı yetersizdir. Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği ve Borsa Yatırımcıları Derneği, Türkiye'de kolektif yatırım kurumlarının GSMH'ne oranının %3-%4,5 olduğunu ancak gelişmekte olan bazı ülkelerde bu oranın %40 olduğunu belirtmektedir. Kurumsal yatırımcı oranının düşük olması yabancı portföy yatırımlarını sınırlamaktadır.

Türkiye'de tasarruf oranlarının düşüklüğü de yabancı portföy yatırımlarının az olmasında bir etkidir. Dünya Bankası verilerinde 2010-2012 yılları ortalamalarına göre tasarruf miktarının GSMH'ne oranı dünyada %22, gelişmekte olan ülkelerde %32 iken Türkiye'de sadece %14'dür. Bu

bağlamda tasarruf oranı ve kurumsal yatırımcı oranının gelişmesinin, Türkiye'nin uluslararası portföy yatırımlarının optimal seviyeye yaklaşmasına yardım edeceği düşünülmektedir.

Sınır ötesi portföy yatırımı düşük olan ve uluslararası çeşitlendirmeden yeterince faydalanamayan Türk yatırımcılarının portföy yatırımlarında gözlemlenen taraflılığı araştırmak isteyen bundan sonraki araştırmacıların yerel taraflılığın etkilendiği faktörleri araştırması önerilebilir. Yerel taraflılık ile sermaye maliyetinin ilişkisini belirlemeye yönelik çalışmalar da öneriler arasındadır.

Kaynaklar

- AHEARNE, A. G., GRIEVER, W. L., & WARNOCK, F. E. (2004). Information costs and home bias: An analysis of US holdings of foreign equities. *Journal of International Economics*, 62, 313-336.
- AYDIN, Ö. (2008). *Portföy yatırımlarında yerel sapma ve Türkiye'de yerleşik yatırımcıların bu kapsamda incelenmesi*. Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi, Ankara.
- BAELE, L., PUNGULESCU, C. & HORST, J. T. (2007). Model uncertainty, financial markets integration and the home bias puzzle. *Journal of International Money and Finance*, 26 (4), 606-630.
- BAKER, H. K. & NOFSINGER, J. R. (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*. Hoboken, N. J: John Wiley and Sons Inc. ISBN: 978-0-470-49911-5.
- BODİE, Z., KANE, A. & MARCUS, A. (2001). *Investments* (5th ed.). McGraw-Hill/ Irwin. ISBN: 0-390-32002-1.
- CHAN, K., COVRİG, V. & NG, L. (2005). What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide. *Journal of Finance*, 60, 1495-1534.
- CHEN, S. & YUAN, C. D. (2011). Home bias and the international cost of equity: Global evidence from CAPM perspective. *International Research Journal of Finance and Economics*, 74, 152-168. ISSN 1450-2887.
- COOPER, I. A. & KAPLANİS, E. (1994a). The implication of the home bias in equity portfolios. *Business Strategy Review Summer*, 5 (2), 41-53.
- COOPER, I. A. & KAPLANİS, E. (1994b). Home bias in equity portfolios, inflation hedging and international market equilibrium. *Review of Financial Studies*, 7 (1), 45-60.
- DALY, K. & VO, X.V. (2013). The determinants of home bias puzzle in equity portfolio investment in Australia. *International Review of Financial Analysis*, 27, 34-42.
- DİYARBAKIRLIOĞLU, E. (2011). Domestic and foreign country bias in international equity portfolios. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 301-329.
- DOĞUKANLI, H. (2012). *Uluslararası Finans* (3. bs.). Adana: Karahan Kitabevi. ISBN: 978-975-6447-63-5.
- EUN C. S., RESNİCK, B.G. & SABHERWAL, S. (2012). *International Finance*. New York: McGraw-Hill Irwin Companies. (6th global ed.). ISBN: 978-007-131055-0.
- FİDORA, M., FRATZSCHER, M. & THİMANN, C. (2007). Home bias in global bond and equity markets: The role of real exchange rate volatility, *Journal of International Money and Finance*, 26, 631-655.
- FRENCH, K. R. & POTERBA, J. M. (1991). Investor diversification and international equity markets, *American Economic Review*, 81 (1), 222-226.
- GLASSMAN, D.A. & RİDDİCK, L.A. (2001) What causes home asset bias and how should it be measured?. *Journal of Empirical Finance*, 8 (1), 35-54.
- LAU S.T., NG. L. & ZHANG B. (2010). The world price of home bias. *Journal of Financial Economics*, 97 (2), 191-217.
- LEVİ M. D. (2009). *International finance* (5th ed.). Routledge. ISBN 10:0-415-77458-6.
- LEWİS, K. (1999). Trying to explain the home bias in equities and consumption. *Journal of Economic Literature*, 37 (June), 571-608.
- MİSHRA, A. V. (2008). Australia's equity home bias. *Australian Economic Papers*. March. DOI: 10.1111/j.1467-8454.2008.00329.x.
- SOLNİK, B. & MCLEAVEY, D. (2009). *Global Investments* (6th international ed.). Boston: Pearson Education Inc. ISBN: 0-321-55212-1.
- STULZ, R. M. (2005). The limits of financial globalization. *Journal of Finance*, 60 (4), 1595-1638.

- TESAR, L. & WERNER, I. M. (1995). Home bias and high turnover. *Journal of International Money and Finance*, 14, 467–492.
- THAPA C. & POSHAKWALE S. S. (2010). International equity portfolio allocations and transaction costs. *Journal of Banking and Finance*, 34 (11), 2627–2638.

İnternet Kaynakları

- www.tcmb.gov.tr/uyp/uyp_excell (Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2013)
- <http://cpis.imf.org/> (Erişim Tarihi: Mayıs 2013)
- <http://www.worldbank.org/> (Erişim Tarihi: Mayıs 2013)
- <http://www.worldbank.org/> (Erişim Tarihi: Mayıs 2013)
- Uluslararası yatırım pozisyonu istatistiklerine ilişkin yöntemsel açıklama (t.y.), *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İstatistik Genel Müdürlüğü*, <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden 15 Ekim 2014 tarihinde edinilmiştir.
- <http://elibrary-data.imf.org/Report.aspx?Report=9492637&Country=186> (Erişim tarihi :Ocak 2014)
- <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Uluslararası+Yatırım+Pozisyonu/> (Erişim Tarihi: 15 Ekim 2014)
- <http://www.tkyd.org.tr/T/tarihce.aspx> (Erişim Tarihi: 09Aralık 2014)
- <http://www.boryad.org/yerlesik-kurumsal-yatirimci-haberi-11149.htm> (Erişim Tarihi: 09 Aralık 2014)
- <http://www.ankarastrateji.org/haber/turkiye-nin-tasarruf-orani-1132/> (Erişim Tarihi: 09 Aralık 2014)
- <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS> (Erişim Tarihi: 12 Aralık 2014)

