M.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi
Prof.Dr.Kenan ERKURAL'a Armağan
Yıl:1998, Cilt: XIV, Sayı:2, s.321-326.

SERMAYE PİYASALARININ ULUSLARARASILAŞMASI ÜZERİNE KURAMSAL NOTLAR:

Portföy Dengesi Yaklaşımına Eleştiriler

Mehmet ŞİŞMAN*

Abstract: In this paper, it is being criticized The Approach Balance of Portfolio that is being commonly used in theoritical aspects about internationalization of Capital Markets by many economists. At this meaning, this article presents a different aspect which analyzes new dynamics in terms of inclination short term and out of production sector in Capital Markets.

I. GİRİŞ

Genel olarak mali (borç sermayesi) işlemlerin; ister ulusal isterse uluslararası nitelikte olsun, sermaye piyasası kesiminin kuramsal[1] analizinde muğlak noktalar mevcuttur. Bu noktalara değinmeden önce, sermaye piyasalarının bu konumunun -ideolojik boyut bir yana bırakıldığında-, bir bakıma, para piyasaları (borç sermayesinin diğer alanı) gibi paranın fiziksel kullanım biçimine (fiat-para) benzemeyen dolaşım araçlarını (hisse senedi, tahvil ve finansman bonosu gibi) içinde barındırmasından kaynaklandığını belirtmek gerekir. Ayrıca, sermaye piyasasının en önemli kurumu olarak bilinen borsaların işleyiş biçimi de bir dizi karmaşık ilişkiler ağını birlikte getirmekte ve yine para piyasaları kadar türdeş olmayan bir yapı ortaya çıkartmaktadır. Bu çalışmanın dışında bırakılan döviz piyasalarının 1973 sonrası çetrefil konumunu bir yana bıraksak bile, Dünya ekonomisinde 1980'li yıllardan itibaren uluslararası para-sermaye üzerindeki denetimlerin gevşetilmesi[2]

---

*Arş.Gör.Dr. M.Ü. İ.İ.B.F. İktisat Bölümü.

[1] Klasik, Neo-klasik ve Neo-Keynesyen iktisatçı tarafından temellendirilen kuramlar kastedilmektedir. Bu çalışmada bu üç grubun aşağı yukarı üzerinde uzlaşmış oldukları; Portföy Dengesi yaklaşımının (1960'da Gurley ve Shaw; 1961'de Tobin tarafından geliştirilen ve Keynesyen likidite tercihi modelenin bir uzantısı olarak kabul edilen bir yaklaşımdır) uluslararası sermaye piyasası yatırımlarında kullanılması olgusundan hareketle, adı geçen kuram tartışılacaktır.

[2] Deregulation (Serbestleştirme) olarak anılan bu süreçte en belirgin nitelikler; para-sermaye seyyaliyetine getirilen sınırlamaların geniş ölçüde kalkması ve bu seyyaliyetin çok düşük veya hiç vergi almayarak cazip hale getirilmesidir.

ile birlikte varolan vadeli işlemlerin geliştirilmesi (Futures, Forward, Options, Swap vs.) ve dünya ölçeğinde yaygınlaşması, sermaye piyasalarının uluslararasılaşmasındaki karmaşıklığı daha da artırmıştır.

II. PORTFÖY DENGESİ YAKLAŞIMI: ÜÇ KAVRAM İKİ ELEŞTİRİ

Bu nedenle, belki de bu karmaşıklığın bir yansıması olarak, Klasik, Neo-klasik ve Neo-Keynesyen iktisatçıların önemli bir kısmı sermaye piyasalarındaki uluslararasılaşmanın işleyişini Portföy Dengesi (Balance of Portfolio) yaklaşımı ile açıklama çabası içindedirler (Henin P, 1986, 136-153; Parasız İ., Yıldırım K., 1994, 131; Seyidoğlu H.,1994, 255). Adı geçen yaklaşım özetle; bireylerin (ve/ ya da aracı kurumlar, bankalar), para-sermaye büyüklüklerine bağlı olarak, çeşitli menkul kıymetlerin (hisse senedi ve tahviller) 'risk ve beklenen getiri oranlarını' gözönünde bulundurarak yatırım portföylerini oluşturduklarını ("yumurtalarını aynı sepete koyma!" önerisi) önceler. Portföy dengesi yaklaşımının bu noktadaki analizinin sermaye piyasası işlemleri içindeki işlemlerin sadece borç sermayesi arzı ya da tüketim[3] tarafını dikkate alması bir yana bırakılırsa, ilk anda, günlük yaşamda karşılığını bulduğunu düşünebiliriz. Ancak, 'bir paranın iki yüzü' gibi nitelenebilecek olan mali işlemler içindeki 'borç sermayesi arzı' ya da fon arzı 'borç sermayesi talebi' ya da fon talebi ile birlikte değerlendirildiğinde; Portföy Dengesi yaklaşımında, borç sermayesi talep edenlerin, yani reel kesim'in (üretken sermaye) ihmal edildiği görülmektedir.

Bu eksikliğin farkında olduklarından olsa gerek, adı geçen kuramda **'risk', 'beklenen getiri oranı' ve 'iç ve dış faiz oranları'** kavramlarıyla fon talep edenlerin konumu açıklanmaya çalışılmaktadır[4]. Bu bağlamda kuramın öngörüsünde, 'finansal yatırımcı' kendi portföy hacmine bağlı olarak; ulusal ve/ya da uluslararası ölçekte 'yatırım'

---

[3] Yukarda adı geçen genel geçer iktisat kuramcılarının kurguladığı mal piyasalarındaki arz-talep ilişkisi: mali piyasalarda -borç sermayesi arz edenlerin aynı zamanda beklenen getiri adı altında faiz veya temettü geliri elde ettikleri, öte yanda borç sermayesi talep edenlerin şirketler olarak sözkonusu temettü yükümlülüklerini yerine getirenler olarak ortaya çıkması nedeniyle- tersine dönmektedir.

[4] Ancak bu açıklama biçimi, fon arzında bulunan (ki 'değerli kağıt yatırımcısı' da denilmektedir) birey ve aracı kurumların potansiyel para-sermayelerini 'yatırmaları' halinde başlarına gelebilecek olasılıkları önceden yorumlama amacı güttüğünden, makro ekonomiyi analiz etmekten çok mikro ölçüde yapılan bir tür 'spekülasyon'dan öteye gidememektedir. Kuşkusuz, olasılıkları değerlendirmek adına yapılan fikir jimnastiği anlamında yapılan spekülasyon, bilimsel kuşkuları belirli bir temele oturtmak açısından anlamlıdır. Aksi takdirde, Portföy Dengesi yaklaşımının yaptığı gibi, üretimin işleyiş 'yasa'larını dışlayan bir analizle, yine kuramın öngöremediği iktisadi spekülasyonların tuzağına düşmek tehlikesinin her zaman mevcut olduğunu tarihe bakarak anlamak mümkündür.

yapmak istediği menkul kıymetlerin (hisse senedi ve tahviller) beklenen getiri oranlarını[5], en düşük 'risk'i kollayarak (riski sıfırlamanın mümkün olmadığını kabul ederler) (Keyder N., 1993, 264),ençoklaştırmak durumundadır.

Doğal olarak, bu aşamada kuramın bir başka sorunlu yönü ortaya çıkmaktadır. Çünkü, ekonomi-politik bir yaklaşımla bakıldığında, 'hayatın belirsizliği' ilkesinin risk kavramıyla yer değiştirdiğini ve aslında alınıp satılan kağıtların, özellikle kriz dönemlerinde, tümüyle 'değersizleştiğini' kolayca gözleyebiliriz. 'Değer' kabul edilen para benzeri varlıkların değersizleşmesi ise, çelişkili bir biçimde, yeniden adı geçen kuramdaki üretim yapısını ele almayan bir yaklaşımı çağırıştırır ki; hiçbir 'rasyonel' yatırımcı (yine kurama göre) aldığı kağıtların sermaye piyasasındaki konumuna bakmadan karar vermez[6]. Aynı 'rasyonel' yatırımcı iç ve dış faiz oranları farkını gözeterek uluslararası portföy 'yatırımına' girişimek niyetindeyse; gittiği ülkenin politik istikrarı/ istikrarsızlığına ve faiz yapısını oluşturan makro ekonomik yapının tahliline özel bir önem vermek durumundadır. Aksi takdirde yalnızca 'beklenen getiri oranlarını' dikkate almak 'kar'ıençoklaştırmaktan ziyade 'zarar'ı ençoklaştırmak anlamına gelir.

III. PORTFÖY DENGESİ YAKLAŞIMINA SERMAYE PİYASASI REEL KESİM İLİŞKİSİNDEKİ AÇMAZLAR AÇISINDAN BİR BAŞKA ELEŞTİRİ

Portföy Dengesi Yaklaşımı aslında üstü örtük bir biçimde; sermaye piyasalarının fon talebinde bulunan şirketler (üretken sermaye) aracılığıyla -dünyanın en eski ve 'sağlam' borsası Londra borsası gibi işleyerek- sabit sermaye yatırımlarına kaynaklık ettiğini varsayar ('sermayeyi tabana yaymak' tümcesi bu konumu özetler). Ancak bu çerçevede düşünüldüğünde, sermaye piyasalarına ve para piyasalarına kredi sağlamak amacıyla açılan şirketlerin bir başka yönünü hesaba katmak gerekir. Anılan şirketler; sabit sermaye yatırımlarına (makina, bina, tesis gibi üretimin genişlemesi için gerekli donanıma sahip olmak amaçlı ve **orta ve uzun vadeli**) ek para-sermaye edinmenin yanı sıra, döner sermayelerini (geçici nakit açıklarını gidermek amaçlı ve **kısa vadeli**) finanse etmek

---

[5] Beklenen getiri oranları sadece sermaye piyasası içindeki şirketlerin ve yine sadece bu şirketlerin geçmişe dönük bilançolarının analizine dayandığından, üretimin genel koşullarını makro iktisadi bir yaklaşımla analiz etmekten çoğu zaman uzaktır. Günümüzde daha çok işletmecilerin yaptığı bu tür analizler, örneğin Devletlerin ekonomi politiğini ve hükümetlerin iktisat politikalarını gözardı etmektedir.

[6] Bu noktada Neo-klasiklerin bir uzantısı sayılan Monetaristlerle Keynesyenler arasında; sadece para talebinin ilk grupta işlem güdüsünün ön planda, ikinci grupta spekülasyon güdüsünün ön planda olması açısından bir ayrım yapılabilse de, bu çelişkiyi ortadan kaldıracak bir tartışma her iki grupta da (Post-keynesyenlerin bir kısmı hariç) mevcut değildir

amacıyla hareket ederler (Toporowski J., 1993, 19-20) Bu saptama, sermaye piyasasındaki reel kesim ilişkilerini anlamak açısından önem taşımaktadır. Zira, sermaye piyasasında fon talebinde bulunan şirketlerin, bu piyasayı kısa vadeli olarak da düşünebilmektedirler. Diğer taraftan, sermaye piyasası içinde fon arzedenlerin (menkul kıymet yatırımcıları bireyler ve aracı kurumlar olarak) de, belki tahvilleri (ki bu aracın kullanımı günümüzde yaygın değildir) değilse bile, hisse senetlerini aldıkları gün elden çıkarma (satma) serbestisinin bulunması, bu piyasaların **kısa vadeli yönünü** keskinleştiren ikinci bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Oysa, Portföy Dengesi yaklaşımını kullanan Klasik, Neo-klasik ve hatta Keynesyen bir çok iktisatçı[7] 1980'ler sonrası gelişmelerin aksini öngörecek bir biçimde; sermaye piyasalarındaki uluslararasılaşmayı yalnızca dolaysız sermaye yatırımlarına (Grubel H.G., 1982, 2) yani sabit sermaye yatırımlarına destek ölçüsünde ele almışlardır. Bir başka deyişle, bu tür yatırımlar, uluslararası para-sermaye akımlarının uzun vadeli yatırımları içerisinde üretken sermayeye (reel kesim) dahil edilerek incelenmiştir. Ancak her nedense, aynı kuramcılar sermaye piyasası reel kesim ilişkisinin ayrıntılı bir tahliline girişmemişlerdir. Bu analitik bakış yetersizliğini, piyasanın kriz dönemlerini öngöremeyen ve tarihsel boyutu olmayan teknik argümanlardan anlamak mümkündür.

Öte yandan Post-keynesyen iktisatçılardan Toporowski (1993)'nin ve Marksist iktisatçılardan Hilferding (1910)'in de vurguladığı gibi; sermaye piyasaları reel kesim ilişkisini sabit sermaya yatırımlarındaki artışlar açısından değerlendirmek iki nedenle sağlıksızdır. 'Belirsizlik ve istikrarsızlık' ve 'kısa dönemli spekülatif eğilimler' bu sağlıksız yapının iki temel unsurlarıdır. Bu unsurların ayrıntılarını tahlil edebilmek için, konuyu başta belirttiğim ekonomi-politik yaklaşımla ele alarak, anılan ilişkiyi çevrimlere bağlı olarak değerlendirmek gerektiğini belirtmek gerekir. Böyle bir analizde; çevrimin genişleme döneminin tepe (boom) aşamasında sermaye piyasalarına para-sermaye akışının hızlandığı ve borsa endekslerinin yükseldiği (para piyasasındaki bono fiyatlarından çok fazla), çevrimin gerileme (recession) döneminde borsada el değiştiren kağıtların para piyasalarındaki bono fiyatlarından çok daha hızlı bir biçimde düştüğü söylenebilir. Çevrimin tepe aşamasında, sermaye piyasaları aşırı sermaye yüklenmiş bir şirket gibi görülebilir. Bunun anlamı şudur: sermaye piyasaları ya da borsalardaki şirketlerin fon arz

[7] Bu iktisatçılardan Klasik, Neo-klasik ve Neo-Keynesyenler (Modern Portfolio Theory): Adler ve Dumas (1975), Agman (1973), Grauer et al. (1976), Grubel (1968), Hughes et al. (1975), Lesart (1924, 1946), Levy ve Sarnat (1970), Miller ve Whitman (1970), Rugman (1970), Severn (1974), Solnik (1974), Stevens (1971); (Portfolio Theory) Kindlerberger (1968, 1970), McManus (1972), Aliber (1970,1971), Buckley ve Casson (1976), Casson (1979), Caves (1971, 1974), Dunning (1971, 1974, 1977, 1979), Hirsch (1976), Horst (1972), Hufbauer ve Adler (1968), Hymer (1976), Johnson (1970), Redaway (1967,1968), Rugman (1979), Vernon (1966, 1969) olarak sayılabilir.

edenlere yönelik faiz ve kar payı yükümlülükleri, aynı şirketlerin genişleyen kapasitelerinin değerinden daha fazla ve hızlı artmaktadır.

Bir başka deyişle şirketler artan sabit sermaye yatırımlarının parasal değerinin çok üstünde bir yükümlülükle (faiz ve temettü) karşılaşırlar. Bu yükümlülüklerin artışı, aynı zamanda para piyasasında faiz oranlarının yükselme eğilimiyle birleşince, gerileme döneminin de bir habercisi niteliğine bürünür. Çevrimin gerileme döneminde; sermaye piyasaları aracılığıyla sabit sermaye yatırımlarına fon akışının kesilmesi (Toporowski J., 1993, 21-23) ve bu piyasalardaki spekülatif girişimlerin hızlanması (Hilferding R., 1981, 270) birarada gözlenir. Sermaye piyasalarındaki spekülatif işlemlerin daha da artması borsalardaki fiyat dalgalanmalarının (volatility) hızlanmasına neden olur. Borsalardaki fiyat dalgalanmaları, profesyonel spekülatörlerin yüksek karlarını birlikte getirir. Bu karları gören diğer bazı 'potansiyel' para-sermaye sahibi bireyler de kendi paylarına düşen karı almak amacıyla spekülatif 'yatırımlar'ın daha da artmasına neden olurlar. Böylesi spekülasyonların, kendi kaynaklarına ya da sabit sermaye yatırımlarına dayanmayan finans sermayesini (borç sermayesi de denilebilir) besleyip ayrı bir güç olarak ortaya çıkaracağını belirten Hilferding, bankaların bu süreçte önemli katkısı olduğunu vurgular (Hilferding R., 1981, 270).

Anlaşılabileceği gibi, finans kesiminin ve onun bir uzantısı sermaye piyasasının karlılık analiziyle reel kesimin karlılık analizi böyle bir ortamda (kriz) birbiriyle örtüşmeyebilir (Şişman M., 1996, 79). Oysa Portföy Dengesi yaklaşımı, bu konumun tersini öngörmüştür. Onlara göre, spekülatörler ile üretken sermayeye yatırım yapanlar arasında bir ayrıma gerek yoktur, bireyler veya kurumlar tercihleri doğrultusunda ellerindeki parayı ya para olarak tutmakta ve/ya da üretken sermaye ile değerli kağıtlar arasında kullanabilmektedir (Keyder N., 1993, 348).

IV. SONUÇ

Sermaye piyasaları, ekonomi politik bir yaklaşımla ele alındığında, kendi doğasında belirsizlik ve istikrarsızlığı taşımaktadır. Bu belirsizlik ve istikrarsızlığın en önemli göstergesi; hisse senedi fiyatlarının politik ve/veya daha çok iktisadi nedenlerle dalgalanması (aşırı volatite) ve borsa krizleri çıkarması olgusudur[8]. Ayrıca, 1980'li

[8] 1987 Merkez ülkeler ağırlıklı (New York) borsa krizinin, reel kesime etkileri açısından olmasa bile değersizleşen hisse senedi açısından,1929 borsa krizinden bile daha büyük boyutta bilinmektedir. Bu örnek bile tek başına sermaye piyasaları reel kesim bağlantısının giderek koptuğunu göstermektedir. Ayrıca, 1994 Türkiye, 1995 Meksika ve 1997 Güney Kore ve Japonya (Yamaichi) borsa krizlerinin ilgili ülkeleren reel kesimlerine farklı etkilerle gerçekleştiği belirtilebilir. Örneğin Uzak-doğu'daki II. Dünya Savaşından bu yana en büyük finansal kriz olarak gösterilen Japon Yamaichi borsa krizi (adı geçen şirketin

yıllardan bu yana sermaye piyasalarının mevcut yapısı dikkate alındığında çalışma boyunca vurgulandığı gibi; sermaye piyasalarının kısa vadeli yanı da giderek keskinleşmektedir. Bu olgu da sermaye piyasalarının reel kesim bağlantısını giderek koparmaktadır. Bir başka deyişle, Portföy Dengesi yaklaşımının öngörüsünün aksine, sermaye piyasalarının sabit sermaye yatırımlarına kaynaklık etmesi anlayışı ortadan kalkmaktadır. Çünkü adı üstünde, kuramın sermaye piyasasına bakışı fon arz eden birey ve aracı kurumların penceresindendir. Yani Portföy Dengesi yaklaşımı analiz birimini 'fon arz edenlerin faydası' olarak belirlemekle, bu piyasanın tüketim tarafını tahlil eden mikro ölçekli bir kuram olmaktan ileri gidememektedir. Dolayısıyla makro ölçekteki borsa krizlerini açıklamaktan uzaktır.

V. KAYNAKÇA

FİLDES C., **"Catastrophe on the Catwalk"**, The Daily Telegraph, 25 November 1997.

GRUBEL H.G. (1982), **International Capital Movements** (Edited by John Black, John Dunning), McMillan, Hongkong.

HENİN P. (1986), **Macrodynamics: Fluctuations and Growth**, Routlage &Paul, London.

HILFERDING R. (1910), **Finans Capital**, Translated by M. Watnick, J. Gordon, Routlage & Kegan Paul, London, 1981.

KEYDER N., (1993), Para: Teori, Politika, Uygulama (4. Bası), Bizim Büro Basımevi, Ankara.

PARASIZ İ., YILDIRIM K. (1994), **Uluslararası Finansman: Teori ve Uygulama, Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş**, Ezgi Kitabevi, Bursa.

SEYİDOĞLU H. (1994), **Uluslararası Finans**, Güzem yayınları, İstanbul.

ŞİŞMAN M. (1996), **Bretton Woods Sisteminin Çöküşünden Günümüze Uluslararası 'Potansiyel' Para-Sermaye Akımlarının Çevre Ülkelere Etkileri: Latin Amerika ve Türkiye Örneği**, yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Ünv., Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

TOPOROWSKİ J. (1993), **The Economics of Financial Markets and 1987 Crash**, Edward Elgar, Cambridge.

---

borsadaki hisseleri 32milyon paund zarar ettirdi ve bu şirketin sonu oldu) bu tür krizlerin hangi ülkeyi ne boyutta yakalayacağının belli olmayacağını göstermesi açısından ilginçtir. Zira bilindiği üzere, Japonya dünyanın en çok kredi veren ülkesi olarak tanınmaktadır (The Daily Telegraph,25 November 1997).