



Tekbaş, M.Ş. (2023). 2023 yılında Türkiye'de sermaye piyasasının görünümü. *Scala Para, Ekonomi ve Yatırım Dergisi*, 1 (1), 1-14.

ÖZGÜN MAKALE

Başvuru: 17/09/2023

Kabul: 20/12/2023

2023 YILINDA TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASININ GÖRÜNÜMÜ

Outlook for Turkey's Capital Markets in 2023

Mehmet Şükrü TEKBAŞ*

* Prof. Dr., Türk-Alman Üniversitesi Öğretim Üyesi, Türk Eğitim Vakfı (TEV) Yönetim Kurulu Başkanı,
✉ tekbas@gmail.com  0009-0008-8078-9334

ÖZ

Etkin bir finansal sistem, ekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyüme için çok önemlidir. Finansal sistem, ekonomideki finansal kurumlar, finansal araçlar ve finansal piyasalardan oluşmaktadır. Bir ülkenin ekonomik gelişmesi ile finansal sistemi arasında yakın bir ilişki vardır ve finansal sistemin gelişmesi, finansal kurumların çeşitlenmesine, toplam varlıklarının büyümesine, finansal araçların farklı risk-getiri özelliklerine göre çeşitlenmesine ve finansal piyasaların büyümesi ve derinlik kazanmasına bağlıdır.

Sermaye piyasalarının gelişimi için ekonomik istikrar da büyük önem taşımaktadır. Politik ve ekonomik risk, yerli fonların sermaye piyasalarına yönlendirilmesinde yabancı sermayenin ülkeye çekilmesinde ve bütün yatırımcıların kararlarında etkili bir rol oynamaktadır. Ayrıca, itelisel gelişmeler, kurumsal iyileştirmeler, düzenlemeler ve kurumsal yönetim de sermaye piyasalarının gelişimi ve performansının değerlendirilmesi açısından önemlidir.

İlk yıllarında Türkiye'de sermaye piyasaları, düzenlemeler, yeni kurumlar, yeni araçların finansal sisteme girmesi ve hem Türkiye hem de dünyadaki uygun konjonktür sayesinde hızla gelişme göstermişti. İlerleyen yıllarda dünyada yaşanan finansal krizler ve ülkedeki siyasi istikrarsızlık, buna bağlı olarak Türkiye ekonomisi ve bankacılık sistemini etkileyen krizler sermaye piyasasının gelişimini olumsuz etkilemiştir. Son yıllarda Türk sermaye piyasaları yeni bir ivme ile toparlanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal sistem, sermaye piyasaları, sermaye piyasaları performansı

ABSTRACT

An efficient financial system is crucial for economic stability and sustainable growth. The financial system is composed of financial institutions, financial instruments and financial markets in the economy. There is a close relationship between the economic development of a country and its financial system, and the development of the financial system depends on the diversification of financial institutions, the growth of their total assets, the diversification of financial instruments based on different risk-return characteristics, and the growth and depth of financial markets.

Economic stability is also crucial for the development of capital markets. Political and economic risk plays an influential role in the decisions of all investors, both in channeling domestic funds to capital markets and in attracting foreign capital to the country. Qualitative developments, institutional improvements, regulations and corporate governance are also important for the development of capital markets and the evaluation of their performance.

The performance of capital markets in Turkey has followed an up and down course. In its early years, the capital markets in Turkey developed rapidly thanks to regulations, new institutions, the introduction of new instruments into the financial system and favorable conjuncture both in Turkey and in the world. In the following years, the financial crises in the world and political instability in the country, and the related crises affecting the Turkish economy and banking system had a negative impact on the development of the capital market. In recent years, Turkish capital markets have been recovering with a new momentum.

Keywords: Financial system, capital markets, capital markets performance

2023 YILINDA TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASININ GÖRÜNÜMÜ

Ekonomik istikrar ve sürdürülebilir bir büyüme için etkin finansal sistem son derece önemlidir. Finansal sistem, basit bir şekilde ekonomideki finansal kurumlar, finansal araçlar ve finansal pazarlardan oluşmaktadır. Bir ülkenin ekonomik gelişmesi ile finansal sistemi arasında yakın bir ilişki mevcut olup¹, finansal sistemin gelişmesi; finansal kurumların çeşitlenmesi, toplam varlıklarının büyümesi, finansal araçların farklı risk-getiri özelliğine bağlı olarak çeşitlilik göstermesi ve finansal pazarların büyümesi ve derinlik kazanmasına bağlıdır. Finansal sistemin gelişmesi, ekonomik gelişmenin en önemli destekleyicisidir. Finansal gelişme, ekonomide toplam tasarruflar ve yatırımların artmasına, kaynakların daha etkin ve verimli dağılmasına, gelir dağılımının düzelmesine ve ülkeye yurt dışından sermaye girişinin artmasına imkan sağlar. Finansal sistem içinde sermaye piyasalarının önemli bir payı bulunmaktadır.

Sermaye piyasaları ve borsaların gelişmesinde ekonomik istikrar önemli bir yer tutmaktadır. Gerek ülke içinde fonların sermaye piyasasına kanalize edilmesinde, gerek yabancı sermayenin ülkeye çekilmesinde politik ve ekonomik risk bütün yatırımcıların kararlarında etkili bir rol oynamaktadır. Ayrıca, niteliksel gelişmeler, kurumsal iyileştirmeler, düzenlemeler, kurumsal yönetim gibi konular da sermaye piyasalarının gelişmesi ve performanslarının değerlendirilmesinde öneme sahip bulunmaktadır. Bu arada politik risk, finansal piyasaların ve özellikle sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir rol üstlenmektedir. Politik riskin düşük olması kurumsal kalite olarak ifade edilmekte ve kurumsal yönetim alanına da politik hak, kamu sektörü etkinliği, toplum düzeni veya diğer bir deyişle ahlaki değerler ve kamusal düzenlemeler gibi konular girmektedir. Mülkiyet hakları ve bunların yasal korunması ile yönetici ve politik liderlere olan güven ile bu kişilerin hesap verebilmeleri de kurumsal kalite içinde yer almaktadır.²

1 Finansal gelişme ile ekonomik gelişme arasındaki ilişki .eşitli yazarlar tarafından araştırılmıştır. Bakınız: Raymond W. Goldsmith, Financial Structure and Development, 1969, Yale University Press, New Haven, CT., Ronald I. McKinnon, Money and Capital in Economic Development, 1973, Brookings Institution, Washington, DC., Robert G. King ve Ross Levine, Finance and Growth: Schumpeter Might be Right, The Quarterly Journal of Economics, 1993, Vol. 108, No. 3, s 717-737, Thorsten Beck, Asli Demirgüç Kunt ve Ross Levine, [Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence, NBER Working Papers](#) 10979, National Bureau of Economic Research, Inc., 2004

2 Kurumsal yönetim endeksi, 1996-2004 yıllarında Daniel Kaufmann, Art Kraay ve Pablo Zoido-Lobaton tarafından geliştirilmiştir. Dünya Bankası, Public Research Working Paper, ‘Governance Matters I, II, III, IV’.

Türkiye’de 1980’li yıllarda ekonomide liberalizasyonu öngören süreçte, Sermaye Piyasası Kanunu’nun kabul edilmesi ve İMKB’nin faaliyete geçmesi önemli bir yer tutmaktadır. Bu kanunun kabulünden itibaren ülkemizde sermaye piyasası alanında çok önemli düzenlemeler yapılmış, yeni kurumlar, yeni araçlar finansal sistemimize dahil edilmiştir. Bu dönemde gerek dünya konjonktürü ve gerek ülke içindeki istikrar, uygulanan ekonomik politika ile ülkemizde sermaye piyasası hızlı bir şekilde gelişme göstermiş, geniş bir faaliyet yelpazesi ve istihdam alanı ile ekonomide önemli bir sektör haline gelmiştir.

İzleyen yıllarda dünyada yaşanan finansal krizler ve ülke içindeki politik istikrarsızlık, bunlarla bağlantılı olarak Türk ekonomisi ve bankacılık sistemini etkileyen krizler, sermaye piyasasının gelişmesini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca kamunun sermaye piyasasına olan inancında azalma ve bazı hatalı uygulamalar, sermaye piyasasının gelişmesini frenlemiş, yatırımcı sayısının artmasını engellemiş, hatta azaltmıştır. Bu gelişmeler, doğal olarak sermaye piyasasının ekonomik gelişme düzeyi ülkemize benzer ülkeler ile yapılan karşılaştırmalarda ülkemizin dünya sıralamasındaki yerini etkileyerek alt sıralara itmiştir.

2002 seçimleriyle birlikte uygulamaya konulan istikrarlı ekonomik politika ve yapısal reform paketi, ekonomik büyümeye ve sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmuştur. Ülke içinde oluşan politik istikrar ile ekonomide ciddi büyüme sağlanmış, ülkemiz GSMH artışı bakımından dünyada ön sıralarda yer almıştır. Uygulanan faiz politikası, enflasyonla mücadele, istihdam, vergi politikası, teşvikler ve benzer uygulamalar, ekonomide başarı sağlanmasına ve sermaye piyasalarının gelişmesine imkan yaratmıştır. Bunun sonucunda sermaye piyasamız işlem hacmi, hisse senedi işlem gören şirket sayısı ve toplam pazar değeri açısından geçmiş yıllara oranla hızlı bir gelişme göstermiş, yabancı yatırımcıların ilgi odağı haline gelmiştir. Bu gelişmede, Sermaye Piyasası Kanunu’ndaki değişim ile getirilen güven artırıcı önlemler, Borsa İstanbul’un, yüksek devir hızı ile piyasaya likidite sağlayabilmesi, teknolojisi ve altyapısı da önemli katkıda bulunmuştur.

Bu güzel gelişmelerin ardından Suriye ve Irak’taki gelişmeler ve artan terör olayları, reform uygulamalarından vazgeçilmesi, adalet alanında çelişkiler, sosyal devlet anlayışından uzaklaşma, ekonomi yönetimindeki başarısızlık, ülke içinde oluşmuş olan algı , bu tablonun terse dönmesine neden olmuştur. Bunlara ek olarak, global finansal krizler de ülke ekonomisine yansımış ve milli gelirdeki artış hızının yavaşlamasına ve hatta eksiye dönmesine yol açmıştır. İlerleyen yıllarda komşu ülkelerle yaşanan krizler ve pandeminin ekonomiye olumsuz etkisi, finansal pazarlardaki bozulmayı hızlandırmış, TL’na olan güvenin kaybolmasına yol açmıştır. Kurdaki artışı durdurmak için Merkez Bankası’nın piyasalara döviz satarak müdahalede bulunması, Merkez Bankası döviz rezervlerinin azalmasına, hatta eksiye geçmesine neden olmuş ve döviz kurlarındaki artışı hızlandırmıştır. Ekonomideki bu tablo, uluslararası dereceleme kuruluşlarının Türkiye’nin kredi notunu sürekli düşürmesine ve ülke CDS priminin 882 puan düzeyine kadar yükselmesine yol açmıştır³. Bu gelişmeler yabancı yatırımcıların Türk

3 11 Temmuz 2022 düzeyi

finans sistemine ilgisinin azalmasına, ülkeden sermaye çıkışına yol açmıştır. Yabancı yatırımcıların borsadaki payı 2007 yılındaki %70'li düzeylerden 2021 yılında %40 ve 2023 yılı sonunda %29 düzeyine inmiş ve bu düzeyi 2023 yılı Haziran ayında da korumuştur.

Sermaye piyasasındaki bu gelişmeleri bazı rakamlarla ifade etmek mümkündür. Sermaye piyasalarında yaygın olarak kullanılan ve ülkelerin birbirleri ile karşılaştırılmasına imkan veren bazı göstergeler bulunmaktadır. Bunlar, borsaya kote şirket sayısı, işlem gören şirketlerin toplam değeri, toplam işlem hacmi, borsa getirisi, diğer bir deyişle performansı, yatırımcı sayısı, yabancı yatırımcı oranı, borsanın likidite ve oynaklığı gibi göstergelerdir.

Kote şirket sayısı

Son 20 yıllık süre içinde, Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören şirket sayısı 2003 yılında 298, 2010 da 344 iken halka arzlar ile bu sayı 2021 de 446 ve 2022 yılında 483, 2023 Haziran ayında 505 düzeyine yükselmiştir. Borsa endeksinde artışlar, halka arzları teşvik ederek bir çok şirketin halka açılmasına imkan yaratmış ve şirket sayısının artmasına yol açmıştır. Bu sayılar, BİST toplam pazar değeri ile birlikte Tablo 1 de verilmektedir

Toplam Pazar değeri

Borsa İstanbul'da yer alan şirket hisse senetlerinin toplam piyasa değeri 2003 yılında 69,0 Milyar USD iken 2010 da 307,6 Milyar USD düzeyine çıkmış ve ekonomi ve politikadaki gelişmeler ile 2021 de 163,7 Milyar USD düzeyine inmiş, 2022 yılı sonunda 332 Milyar USD, ve 2023 Mayıs ayını 253,8 Milyar USD seviyesinden kapatmıştır. Borsa İstanbul toplam pazar değeri Tablo 1 de verilmektedir.

Yeni halka arzlarla borsada hisse senedi işlem gören şirket sayısı artarken toplam piyasa değerinin azalması dikkat çekicidir. Burada en önemli faktör, TL'nin aşırı değer kaybı olup, USD kurunun 2007 yıl sonundaki 1,16 TL seviyesinden 2023 Haziran ayında 25,82 TL düzeyine çıkmasıdır.

Tablo 1: Borsa İstanbul Şirket Sayısı ve Pazar Değeri

Yıl	Şirket sayısı	Pazar Değeri (Milyon USD)
2003	298	69.003
2004	307	98.073
2005	316	162.814
2006	329	163.775
2007	332	288.761
2008	323	119.698
2009	322	235.996
2010	344	307.551
2011	368	201.924

2012	404	311.246
2013	424	237.641
2014	425	269.800
2015	416	190.153
2016	405	174.491
2017	399	233.368
2018	402	150.506
2019	402	186.662
2020	394	240.269
2021	446	163.737
2022	483	332.003
2023/6	505	253.839

Kaynak: SPK

İşlem hacmi

Borsa İstanbul işlem hacminde TL cinsinden önemli artış göstermiş olmasına karşılık USD cinsinden son üç yıl hariç küçük artışlar göstermiştir. Yıllara göre Borsa İstanbul işlem hacmi Tablo 2 de verilmektedir. Bu tutar 2000 deki 181,9 Milyar USD düzeyinden 2010 yılında 425,7 Milyar USD, 2021 yılında 539,0 Milyar USD ve 2022 yılı sonunda 970 Milyar USD yükselmiştir.

Tablo 2: Borsa İstanbul İşlem Hacmi

Yıl	Milyon TL	Milyon USD
2000	111.165,4	181.933,6
2001	93.118,8	80.399,9
2002	106.302,3	70.756,4
2003	146.645,0	100.165,4
2004	208.422,9	147.755,1
2005	269.931,3	201.763,4
2006	325.131,3	229.642,5
2007	387.777,4	300.841,7
2008	332.614,8	261.082,4
2009	482.534,3	316.326,2
2010	635.664,4	425.747,3
2011	695.337,6	423.850,6
2012	623.326,3	348.606,1
2013	816.858,5	431.272,6
2014	872.930,8	399.145,1
2015	1.025.874,1	381.734,5

2016	1.013.562,3	337.690,5
2017	1.468.001,2	401.909,2
2018	1.993.296,3	425.476,2
2019	2.130.110,8	376.149,2
2020	6.594.271,5	924.681,1
2021	7.463.000,0	539.036,0
2022	17.679.000,0	969.936,2

Kaynak: Borsa İstanbul

Borsa Performansı

Borsalar için en önemli göstergelerin başında, performansları, diğer bir deyişle yatırımcılara sağladıkları getiri gelmektedir. 2000 yılından itibaren Borsa İstanbul'un performansı, Tablo 3 de verilmektedir. Borsalarda fiyat endeksleri, örneğin BIST 100 Endeksi, fiyat değişimlerinden kaynaklanan getiriyi verirken, BIST 100 Getiri Endeksi, fiyat değişimi ile karpayı getirisinin toplamını vermektedir. Bu nominal getirilerin, TÜFE cinsinden yıllık enflasyon ile düzeltilmesi ile reel getiriye ulaşılmaktadır. Ayrıca diğer borsalar ile karşılaştırma açısından USD cinsinden getiri hesaplama da çok önemlidir. Tablo 3 de BIST 100 Getiri Endeksi, TÜFE ile ölçülen yıllık enflasyon, USD ile ifade edilen BIST100 getirileri yer almaktadır. Bu tabloda 4. kolonda nominal getiri, 5. kolonda enflasyondan arındırılmış reel getiri ve 7. kolonda USD bazlı getiriler bulunmaktadır. Bu üç getiri ayrıca da Grafik 1 de verilmektedir. Bu iki tabloda reel ve USD bazlı getirilerin, nominal getiriden çok farklı olduğu açıkça görülmektedir.

BIST 100 Getiri Endeksi'nde gözlemlenen hızlı artışa karşılık reel getiri ve USD cinsinden getiri aynı görünümü vermemekte, bir çok yıl negatife dönüşmüş bulunmaktadır. USD bazlı BIST 100 Getiri Endeksi (XU100 CFNNTTLUS), 2007 de ulaşmış olduğu 2.789,66 seviyesinden 2021 yılı sonunda 835,66 düzeyine geriledikten sonra 2022 sonunda 1.704,63 ve Haziran 2023 de 2.423,63 düzeyine ulaşmıştır. Bu süre içindeki TL cinsinden reel getiriler ve USD cinsinden getiriler Tablo 3 de 5. ve 7. kolonlarda yer almaktadır.

Borsa İstanbul hisse senedi piyasasında son yıllarda reel bazda olumsuz performansı yanında Rusya-Ukrayna krizinde izlenen tarafsız politika ve Türkiye'nin savaşı bitirme konusunda sergilediği aktif politika bütün ülkelerin takdirini toplamıştır. Problem yaşadığımız bölge ülkelerine yönelik uzlaşmacı yaklaşım da Türkiye'nin son yıllarda yaşadığı yalnızlığı azaltıcı bir etki yaratmıştır.

Bunların sonucunda 2022 yılı başından itibaren, hisse senedi piyasası bir ölçüde kayıplarını telafi etmeye başlamış olup BIST Getiri 100 Endeksi hızlı bir artış göstermiştir. Ancak endekste bu gelişme TL cinsinden bir artışı ifade ederken BIST 100 USD bazlı getiri endeksinde gelişmeler daha sınırlı olmuştur⁴.

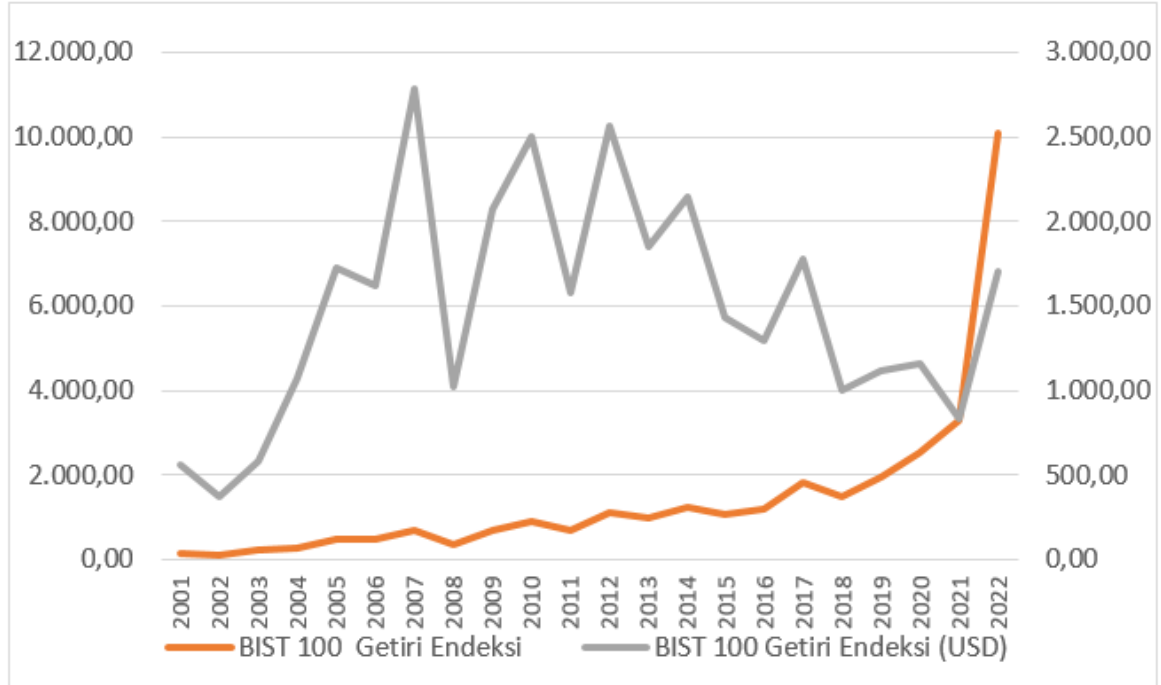
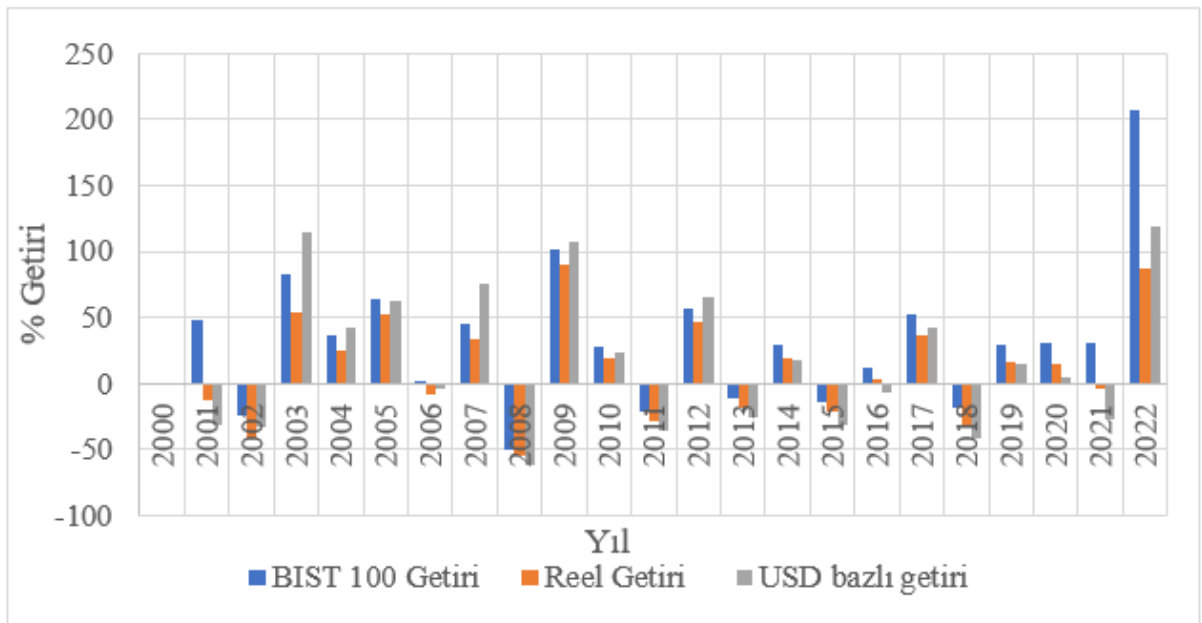
4 BIST 100 Getiri Endeksi (XU 100 CFNNTLTL) başlangıç tarihi 27.12.1996 ve baz değeri 9,7589 iken BIST 100 USD bazlı Getiri Endeksinin başlangıç tarihi 27.12.1996 ve baz değeri 534,01 dür.

Bu arada, Tablo 1 de gösterildiği gibi, BIST 100 Getiri Endeksi'ndeki hızlı artışın, Borsa İstanbul'un toplam pazar değerine yansımamış olması da dikkat çekicidir. Bu değerler, grafik olarak Grafik 1 de yıllık getiri olarak Grafik 2 de verilmektedir.

Tablo 3: Borsa İstanbul Nominal, Reel ve USD Bazlı Yıllık Getirileri

Yıl	BIST 100	Enflasyon	BIST 100 Nominal	Reel Getiri	BIST 100 Getiri	USD bazlı
	Getiri Endeksi	TÜFE (%)	Getiri (%)	(%)	Endeksi (USD)	Getiri
2000	103,63	39,03			817,49	
2001	153,32	68,53	47,95	-12,21	557,53	-31,80%
2002	116,81	29,75	-23,81	-41,28	368,26	-33,95%
2003	212,93	18,36	82,28	54,00	579,07	57,24%
2004	291,02	9,32	36,67	25,02	1.075,12	85,66%
2005	476,74	7,72	63,81	52,07	1.726,23	60,56%
2006	478,18	9,65	0,30	-8,53	1.620,59	-6,12%
2007	692,89	8,39	44,90	33,68	2.789,66	72,14%
2008	344,16	10,06	-50,33	-54,87	1.027,98	-63,15%
2009	695,90	6,53	102,2	89,81	2.068,18	101,19%
2010	886,99	6,40	27,46	19,79	2.499,75	20,87%
2011	702,89	10,45	-20,76	-28,26	1.580,45	-36,78%
2012	1.097,63	6,16	56,16	47,10	2.561,94	62,10%
2013	969,31	7,40	-11,69	-17,77	1.853,28	-27,66%
2014	1.247,93	8,17	28,75	19,03	2.145,18	15,75%
2015	1.071,77	8,81	-14,12	-21,07	1.430,34	-33,32%
2016	1.196,01	8,53	11,59	2,82	1.292,05	-9,67%
2017	1.818,74	11,92	52,07	35,87	1.779,30	37,71%
2018	1.490,12	20,30	-18,07	-31,90	1.005,70	-43,48%
2019	1.932,46	11,84	29,68	15,95	1.120,96	11,46%
2020	2.528,71	14,60	30,85	14,18	1.158,21	3,32%
2021	3.288,48	36,08	30,05	-4,43	835,66	-27,85%
2022	10.079,05	64,27	206,50	86,58	1.704,63	103,99%

Kaynak: Borsa İstanbul, TÜİK

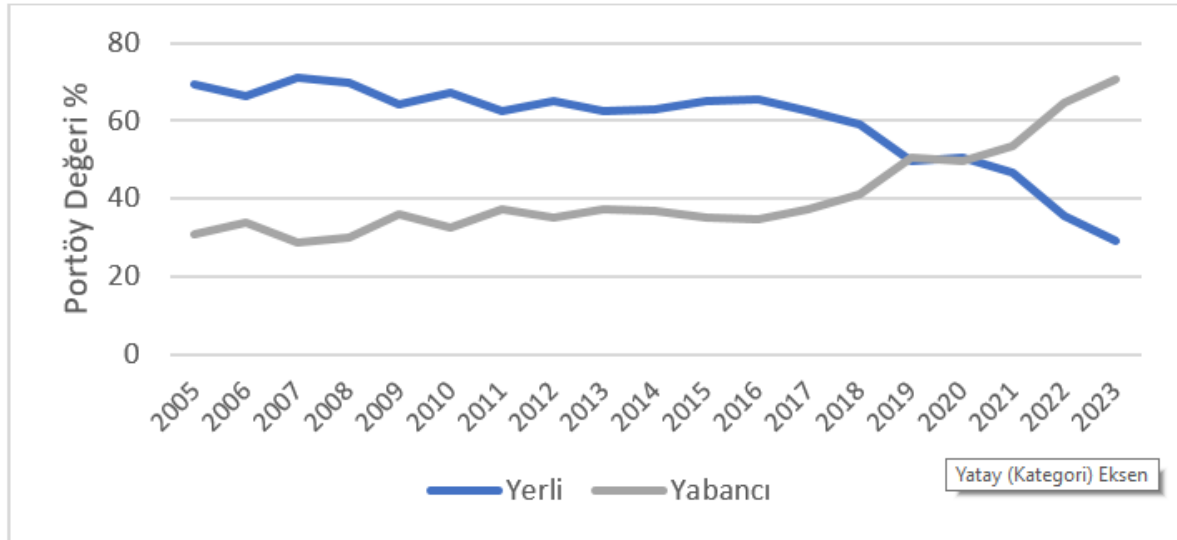
Grafik 1: BIST 100 Getiri Endeksi ve BIST 100 USD Getiri Endeksi**Kaynak:** Borsa İstanbul**Grafik 2: Borsa İstanbul Nominal, Reel ve USD Bazlı Yıllık Getirileri****Kaynak:** Borsa İstanbul

Borsaya İlgisi: Yatırımcı Sayısı ve Yabancı Oranı

Borsalara ilgi, yerli ve yabancı yatırımcıların sayısı ile ölçülmektedir. Zaman içinde bu sayının artıp azalması yatırımcının ilgisini göstermekte ve yatırımcı risk iştahı hakkında bilgi vermektedir. Borsada endeksin yükselme dönemlerinde yatırımcıların ilgisi artarken, düşme dönemlerinde ilgileri azalmakta ve düşüşler, borsadan soğumalarına neden olmaktadır. Borsada yatırımcı sayısı 2019 yılı sonuna kadar 1,2 Milyon düzeyine ulaşmış iken, izleyen dönemde hızlı bir artış göstererek Haziran 2023'te 4,6 Milyon düzeyine ulaşmıştır.

Global ekonomik sistemde, yatırımcılar, fonlarını cazip gördükleri her ülkede ve her alanda değerlendirmektedir. Yabancı yatırımcılar, genellikle yerli yatırımcılara oranla daha tecrübeli bir grubu oluşturmaktadır. Bu yatırımcı grubu, gittikleri ülkede ekonomik ve politik istikrar aramaktadır. Tablo 4 de yabancı yatırımcıların Borsa İstanbul'da payı yer almaktadır. Türk ekonomisinde bazı yapısal reformların yapıldığı ve Avrupa Birliği'ne katılma sürecinin başladığı yıllarda, gerek direkt, gerek portföy yatırımı açısından, Türkiye yabancı yatırımcıların gözdesi bir ülke olmuştur. İzleneceği üzere, bu oran 2007 yılında en yüksek düzeyi olan %71 seviyesine ulaşmış ve 2019 yılına kadar dalgalanma ile birlikte %60 düzeyinin üzerinde seyretmiştir. Ancak 2019 yılı ortalarında itibaren sürekli bir gerileme göstererek Haziran 2023 de %29,2 oranına inmiştir.

Tablo 4: Borsa İstanbul'da Yerli ve Yabancı Yatırımcı Oranı



Kaynak: MKK

Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı

Hisse senedi fiyatının 12 aylık hisse başına kar (HBK) a bölünmesi ile bulunan Fiyat/Kazanç (P/E) oranı, 1 TL tutarındaki HBK'ın oluşturduğu hisse senedi fiyatını gösteren önemli bir göstergedir. Bu

oran, geçmiş dönemin karı ile kullanılması halinde P_0/K_0 (P_0/E_0) ve gelecek 12 ayın kar tahmininin kullanılması halinde P_0/K_1 (P_0/E_1) olarak ifade edilmektedir.

F/K oranı genellikle, bir hisse senedi fiyatının aynı işkolunda başka bir hisse senedi ile karşılaştırılmasında, halka kapalı bir firmanın halka açılması durumunda hisse senedinin sahip olabileceği fiyatı göstermesi bakımından anlamlı olmaktadır. Ayrıca, bir borsada işlem gören hisse senetlerinin ortalama F/K oranı, diğer borsalara göre fiyat veya endeks seviyesi, borsanın performansı hakkında bir bilgi vermektedir. Bunun sonucunda o borsadaki hisse senetlerinin düşük veya aşırı değerlendirilmiş oldukları konusunda yatırımcılara bilgi verebilmektedir. Tablo 5 de Borsa İstanbul'da F/K oranı verilmektedir⁵.

Tablo 5: Borsa İstanbul Fiyat/Kazanç (F/K) oranı

Yıl	F/K Oranı
2011	11,88
2012	12,52
2013	10,23
2014	14,38
2015	13,99
2016	10,24
2017	11,58
2018	9,12
2019	10,72
2020	18,64
2021	8,99
2022	7,59
2023/7	8,04

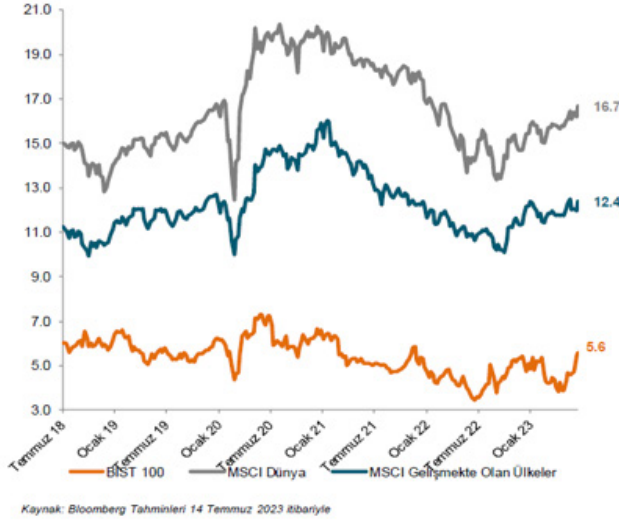
Kaynak: Borsa İstanbul

Diğer gelişmekte olan borsalar ile Borsa İstanbul'un F/K oranı itibarıyla karşılaştırılması durumunda, Borsa İstanbul'un çok geride olduğu Tablo 6 verilerinde gözlemlenmektedir. Bu oran aynı zamanda bir risk ölçüsü olarak kabul edilmekte ve F/K oranı ile pazardaki risk arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Bu oranın artması ile riskin azalması anlamına gelmektedir. Bu tabloda, Borsa İstanbul'da yakın zamandaki fiyat artışlarına rağmen hala fiyatların ciddi oranda iskontolu olduğunu ve fiyat artışlarının devam edebileceği beklentisini ortaya koymaktadır. Ekonomideki olumlu gelişmeler, riskin azalmasına yol açacağı için bu durumu kolaylaştıracaktır.

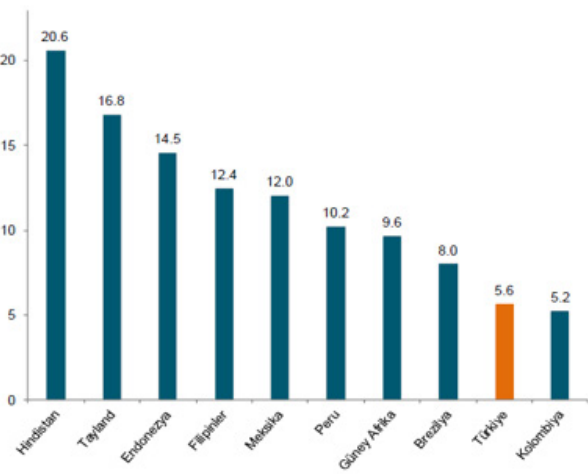
⁵ F/K oranları, cari fiyat ve geçmiş dönemin karı ile hesaplanmıştır.

Tablo 6: Borsa İstanbul ve Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde F/K oranı

Tarihsel 12 ay ileri F/K Oranı - Türkiye, Gelişmekte olan Ülkeler, Dünya



12 ay ileri F/K Oranı - Türkiye ve benzer ülkeler



Kaynak: Bloomberg, Ata Yatırım

Likidite

Borsa işlem hacminin borsa pazar değeri içindeki payı ile ifade edilebilen borsanın *devir hızı*, borsaların *likiditesini* gösterme açısından önemli bir kriterdir. Borsaların en önemli fonksiyonlarından biri likidite sağlamaları olup, borsaların performanslarının ölçülmesinde ön plana çıkan kriterlerden biridir. Likidite, yeni bir bilgi olmadan, bir menkul değer bir önceki işlem fiyatından çok farklı olmayacak bir fiyattan alınabilmesi veya satılabilmesi olarak tanımlanmaktadır. Likiditede önemli nokta, likidite ile fiyatın devamlılık veya istikrar sağlanmış olmasıdır. Bu özellik, yeni bir bilgi olmadan, fiyatın bir işlemten diğerine, değişmeden aynı kalmasıdır. Bu özellik, pazara devamlılık ve güven kazandırmaktadır. Mevcut fiyatın altında ve üstündeki düzeylerde çok sayıda alıcı ve satıcının olması, diğer bir ifadeyle pazarda *derinlik* bulunması, fiyatta doğabilecek bir dalgalanma durumunda, alıcı ve satıcıların devreye girerek yapacakları alım ve satımla fiyatta önemli bir değişikliğe yol açmadan istikrarı korumalarına imkan vermektedir.

Benzer ülke borsalarıyla karşılaştırıldığında BIST, işlem hacmi / pazar değeri oranı en yüksek borsalar arasında yer almakta ve likiditesi yüksek bir borsa olarak tanımlanabilmektedir. Çeşitli borsalarda işlem hacmi/pazar değeri, diğer bir deyişle devir hızı Tablo 7 de verilmektedir. Ancak, ekonomideki gelişmeler sonucunda borsalarda fiyatların çok dalgalanma gösterdiği durumlarda Borsa İstanbul'da işle hacmi büyük düşme göstermekte ve likidite azalmaktadır. Bu arada, hisse senedi pazarındaki yüksek likiditenin, kurumsal yönetimi olumsuz yönde etkilediği görüşleri de ileri sürülmektedir. Bu

görüşe göre, borsada likiditenin çok yüksek olması, yatırımcı miyopluğuna yol açmaktadır⁶. Bu arada, yatırımcıların hisse senetlerini likit piyasalarda kolaylıkla satabilmeleri, yatırımcıların şirketlere olan bağlarını ve yönetimleri kontrol mekanizmalarını zayıflatmaktadır.

Tablo 7: Bazı Borsalarda İşlem Hacmi/Pazar Değeri (Devir Hızı) (2020)

Borsa	İşlem Hacmi / Pazar Değeri
Borsa İstanbul	380,8%
Şenzen	340,7%
Nasdaq OMX	259,1%
Kore	224,2%
Şanghay	175,1%
Londra Borsası Grubu	110,8%
New York Borsası	100,8%
Hong Kong	54,1%

Kaynak: The World Federation of Exchanges (WFE)

Borsa İstanbul, gelişmiş ve gelişmekte olan borsalar arasında yüksek devir hızına sahip bir borsa olarak dikkati çekmekle beraber, belirtilmesi gereken önemli bir nokta işlem hacminin ve buna bağlı olarak devir hızının yüksek olmasının bazı durumlarda yanıltıcı olabildiği ve likidite ölçüsü olarak tek başına yüksek işlem hacminin yeterli olmadığıdır. Önemli olan borsalarda istikrar olup, borsanın esnekliğe sahip olmasıdır. Esnekliğe sahip olan borsalarda fiyatlar geçici olarak düşerken alıcıların pazara gelip, düşük fiyat seviyesinde alım yapmaları ile fiyatlar eski seviyelerine gelebilmektedir. Esnekliğe sahip olmayan borsalarda, fiyatlar düşerken, alıcı gelmemesi ile fiyatlar düşmeye devam etmekte ve fiyatlar çıkarken de satıcı gelmemesi ile fiyatla artışları sürmektedir. Esnekliğe ve likiditeye sahip olan borsalarda, her fiyatta alıcı ve satıcı bulunmakta ve bunlar pazara derinlik kazandırmaktadır.

Oynaklık

Borsalarda oynaklık, diğer bir deyişle volatilité, borsa endeksinde veya belli bir hisse senedi fiyatında ortaya çıkan değişimlerinin standart sapması⁷ ile hesaplanmakta ve borsalar için önemli bir risk göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu ölçü, Borsa İstanbul'da %24,64 olup 87 ülke borsası arasında riski en yüksek borsalar arasında İstanbul'un 18. sırada yer almasına yol açmaktadır⁸.

6 Tekbaş v.d. age, Bhidé, A., High Cost of Quality, Financial Times, 13 Aralık 1994; Fair Stock Markets: The Hidden Cost, The New York Times, 22 Ocak 1995.

7 Borsa İstanbul, 30.11.2015 tarihinden itibaren BIST 100 ve BIST 30 Endekslerinin günlük kapanış değerlerini kullanarak Kapanış-Kapanış Volatilité (Close-Close Volatility) hesaplaması yapmaktadır. Borsa İstanbul'da oynaklık hesaplamasında çeşitli zaman uzunlukları kullanılmakta olup bu uzunluklar, 21, 42, 63, 126, 252 işlem gününü kapsamaktadır.

8 theglobaleconomy.com, Global Financial database

Bu göstergeler dışında, sermaye piyasalarında yatırımcılara riski dağıtmalarına imkan sağlayan *kurumsal yatırımcılar* ile ilgi bazı göstergeler daha bulunmaktadır. Bunlar, kurumsal yatırımcıların türü, sayıları, portföy büyüklükleri gibi göstergelerdir. Ayrıca, yatırım araçlarının çeşitliliği, bunların toplam değerleri, GSYİ içindeki payları gibi göstergeler ve başta tahvil olmak üzere sabit getirili menkul değerler ile türev araçları işlemlerini kapsayan başka göstergeler de bulunmaktadır.

Sonuç ve Değerlendirme

Ülkemizde son iki yılda yatırımcıların borsaya ilgisinde önemli bir gelişme ile BIST 100 Endeksinde hızlı yükselme yaşanmıştır. Ancak reel düzeyde hala geçmiş yılların çok gerisinde olup ekonomik gelişmişliği bize benzeyen ve bir zamanlar sermaye piyasası alanında ileride olduğumuz ülkelerin gerisine düşmüş bulunmaktayız. Sermaye piyasaları için gerekli her türlü donanım ve altyapı sağlanmış iken politik ve ekonomik istikrardaki sorunlar, yatırımcıların ekonomiye olan ilgisini sınırlamakta ve yabancı yatırımcıları hisse senedi piyasamızdan uzak tutmaktadır. Ekonomi ve daha dar anlamda sermaye piyasalarının gelişmesi için istikrar ve güven, diğer bir deyişle *kurumsal güven* önkoşullardır. Bunların eksikliği sermaye piyasalarının önündeki en büyük engeldir. Bu eksikliğin giderilmesi ekonomik ve yapısal reformların uygulamaya koyulması ile sermaye piyasamız uluslararası boyutta tekrar hak ettiği düzeye gelecektir. Fiyat/Kazanç (F/K) oranının, Türkiye'ye benzeyen diğer gelişmekte olan ülkelere göre bulunduğu düşük seviye, yoğun halka arzlara ve gerek endeks, gerek işlem hacminde TL cinsinden hızlı artışlara rağmen USD bazında gerileme veya sınırlı artış, güven ortamı ve ekonomide istikrarın sağlanması ile başta BIST 100 USD Endeksi olmak üzere bütün göstergelerin hızla yükselme göstereceğinin bir işareti olmaktadır.

KAYNAKÇA

- Beck, Thorsten, Aslı Demirgüç Kunt ve Ross Levine, [Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence](#), [NBER Working Papers](#) 10979, National Bureau of Economic Research, Inc., 2004
- Bloomberg, Ata Yatırım bültenleri
- Borsa İstanbul bültenleri
- Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) bültenleri
- Goldsmith, Raymond W., 'Financial Structure and Development', 1969, Yale University Press, New Haven, CT.
- Kaufmann, Daniel, Art Kraay ve Pablo Zoido-Lobaton tarafından geliştirilmiştir. Dünya Bankası, Public Research Working Paper, 'Governance Matters I, II, III, IV'.
- King, Robert G. ve Ross Levine, 'Finance and Growth: Schumpeter Might be Right', The Quarterly Journal of Economics, 1993, Vol. 108, No. 3, s 717-737.
- Edward S. Shaw, Edward S. 'Financial Deepening in Economic Development', 1973, Oxford University Press, New York, NY.
- Tekbaş, Mehmet Şükrü, 'Yatırım El Kitabı: Sermaye Pazarları, Menkul Değerlere Yatırım ve Portföy Yönetimi', Scala Yayınevi, 2022.
- Tekbaş, Mehmet Şükrü, Sait Güran, Ahmet Köse, Vural Günel, Vedat Sarıkovanlık, Serra Eren Sarıoğlu, Ahmet Şeker kaya, 'Küresel Rekabette İMKB'nin Yapısal Konumlanması ve Alternatif Modeller', SERPAM, İ.Ü. Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi, Kasım 2011.
- Bhide, A., High Cost of Quality, Financial Times, 13 Aralık 1994; Fair Stock Markets: The Hidden Cost, The New York Times, 22 Ocak 1995.
- SPK bültenleri
- theglobaleconomy.com, Global Financial database
- The World Federation of Exchanges (WFE)