

Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü

Dr. İsmail MAZGİT

Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

Sermaye piyasaları tarihi, kısa yoldan zengin olma hayaline sahip olanların, genellikle bu hedeflerine ulaşabilmek için finansal piyasalarda ve özellikle de hisse senedi borsalarında yaptıkları faaliyetler sonucu, uğradıkları hüsranın örnekleri ile doludur. Nitekim son olarak Çin’de bu hayalin önemli ölçüde taraftar bulduğu, menkul kıymet piyasalarının bu hayalin peşinde koşanların işlemleri ile dolu olduğu, haberleri yayılmaya başladı.

“Dört bin yıllık kültürel geçmişi olan Çin’de, son iki yıldaki gibi çılgınlık düzeyinde zengin olma hayalini kuran insanlar hiç olmadı. 3 – 4 yıl önce gayrimenkule hücum eden halk, evini arabasını satın borsaya dalıyor. ‘Borsa yatırımcısı olmak’ adeta bir meslek haline geldi. Her hafta 1 milyondan fazla Çinli borsada yatırıma koşuyor. Öğretmenler bile ders aralarında televizyondan hisse senedi fiyatlarını takip ediyor.” Bu cümleler geçtiğimiz günlerde neredeyse tüm günlük gazetelerin ekonomi sayfalarında yer aldı. Bütün bu örneklerden yola çıkarak, finansal piyasalarda “tarih tekerrürden ibarettir” sözünün geçerliliğini kabul etmek gerekir mi?

Bu soruya net olarak evet veya hayır demek oldukça güç olmakla birlikte, sermaye piyasalarının ne olduğunu ve bundan daha önemlisi ne olmadığını anlamak ve anlatmak benzeri çılgınlıkların yaşanma sıklığını azaltmak açısından anlamlı bir çaba olarak görünüyor.

Kaldor tarafından yapılan klasik tanımına göre spekülasyon: malın kullanımıyla ilgili olarak ortaya çıkacak yarardan değil, geçerli olan fiyattaki bir değişim umudundan kaynaklandığında, ilerideki bir tarihte malın yeniden satış (veya alış) niyetiyle alınması (veya satılması) işlemidir. Bu tanım finansal işlemlere genişletildiğinde spekülasyon işlemlerinin dört temel özelliğe sahip olduğu belirtilebilir: (a) spekülasyon işlemleri bir risk içerirler, yani faiz oranları, aktif fiyatları veya döviz kurları üstüne bir pozisyon alma işlemidirler; (b) bu işlemler aktif fiyatlarında önceden öngörülen bir değişimle bağlantılı olarak değer artışı umudundan kaynaklanmaktadır;

(c) bu işlemler “pür” veya “katıksız”dırlar, yani kendi kendilerine yeterlidirler ve ekonominin reel alanında doğrudan bir karşılıkları yoktur; (d) bu işlemler sıklıkla krediyle gerçekleştirilirler, yani kaldıraç etkisini ortaya çıkartmaya yarayan spekülasyonlar tarafından ödünç alınmış sermayeye bağlıdırlar (Miotti ve Plihon, 2001: 10)

Spekülasyonun klasik tanımında yer aldığı gibi bu işlem çift taraflı olarak yapılabilmektedir. Eğer fiyatın artacağı düşünülüyorsa bu varlık alınacak ve fiyatı yükseldiğinde satılarak aradaki fiyat farkından kazanç elde edilecektir. Eğer fiyatın düşeceği öngörülüyorsa, bu kez söz konusu varlık satılacak ve fiyatı düştüğünde alınarak aradaki fiyat farkından kazanç elde edilecektir. Kısacası spekülasyon fiyat tahminine dayalı olarak gerçekleştirilen bir alım-satım veya satım-alım işlemidir. Her piyasada ikinci türden bir spekülasyon yapılması olanağı bulunmamakla birlikte, birinci tür spekülasyon bir işlem bütün piyasalarda geçerlidir. Ve esas olarak bütün finansal piyasalar spekülasyon üzerine kuruludur. Spekülasyonun olmadığı bir finansal piyasa düşünülemez. Bir başka ifadeyle spekülasyon finansal piyasaların “olmazsa olmazı”dır¹. Örneğin mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü gelişmiş borsalarda nakdi uzlaşma veya aynı uzlaşma seçenekleri bulunmakla birlikte, yapılan işlemlerinin yaklaşık olarak yüzde ikisinin aynı uzlaşmayla sonuçlandığını geri kalan kısmın nakdi uzlaşma ile sonuçlandığı dikkate alındığında, spekülasyonun menkul kıymet piyasalarında ne kadar önemli bir fonksiyon üstlendiği rahatlıkla görülebilecektir.

¹ Finansal piyasalar ve özellikle sermaye piyasası açısından, spekülasyon ile manipülasyon kavramının birbirinin yerine kullanıldığına da rastlanılmaktadır. Burada kavram üzerinde durmak amacımız olmamakla birlikte, kısaca manipülasyonun yapay fiyat oluşumu olarak değerlendirilmesi gerektiğini ve Türkiye sermaye piyasası mevzuatı açısından bunun suç olduğunu, başta SPK olmak üzere ilgili kuruluşlar tarafından engellenmeye çalışılan bir uygulama olduğunu belirtmeyi yeterli görmekteyiz.

Niçin menkul kıymet yatırımlarına gidildiğini incelediğimizde, genel olarak karşımıza çıkan iki kazanç türü bulunmaktadır. Bunlar menkul kıymetin orijinal kazancı ve sermaye kazancıdır. Orijinal kazanç menkul kıymetin türüne göre farklılaşmaktadır. Tahvil gibi borçlanma araçlarında dönemsel faiz getirisi orijinal kazancı oluştururken; hisse senedi gibi ortaklık hakkı sağlayan sermaye piyasası araçlarında kâr payı (temettü) orijinal kazançtır. Sermaye kazancı ise menkul kıymetin piyasa fiyatındaki değişimlerden ortaya çıkmaktadır ve daha uygun fiyattan ters işlemin yapılmasıyla elde edilmektedir. Bir başka ifadeyle, bir menkul kıymetin bugün alınan fiyattan daha yüksek fiyata satılması veya bir menkul kıymetin bugün satıldığı fiyattan daha düşük fiyatla geri satın alınması sermaye kazancının esasını oluşturmaktadır.

Buna göre, finansal piyasaların olmazsa olmazı niteliğindeki spekülasyon, menkul kıymet piyasalarında sermaye kazancı elde etmek amacıyla yapılan işlemlerle ortaya çıkmaktadır. Bu noktada, finansal piyasalarda yapılan yatırımın vadesi önem taşımaktadır. Öyle ki, menkul kıymet fiyatları dakikalarla sınırlı bir zaman süresinde değişmektedir. Bir başka ifadeyle, dakikalarla sınırlı bir zaman süresinde sermaye kazancı olanağı veya sermaye kaybı riski ortaya çıkmaktadır. Bu durumda spekülasyon amacıyla yapılan menkul kıymet yatırımlarında odaklanılan vade oldukça kısalmaktadır. Buna karşılık, orijinal kazanç olarak tanımladığımız faiz getirisi veya kâr payları dönemsel getiri niteliğinde olduğundan, bu getirilerden yararlanmak amacıyla yapılan menkul kıymet yatırımlarında vade greceli olarak daha uzun olmaktadır.

Yapılan finansal yatırımların amacına bağlı olarak ortaya çıkan vade farklılığı, tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına bakış açısını da yakından etkilemekte ve buna bağlı olarak, bazı zamanlarda ve bazı ülkelerde “kısa sürede zengin olma hayalleri”ni süsleyebilmektedir. Kısa sürede zengin olma hayalleri piyasaların tepkilerini de anlamsızlaştırabilmektedir. Bu hayallerin yaygınlığı ve etkililiği ölçüsünde, finansal piyasalarda önemli bir düzeyde yansımının ortaya çıkması beklenen ekonomik – politik olaylar, önemli bir etkiye yol açmayabilmektedir. Bunun tersine bazı durumlarda da, finansal piyasalarda önemsiz etkiye sahip olacağı öngörülen

ekonomik-politik gelişmeler, umulmadık düzeyde önemli etkilerin başlangıç noktasını oluşturabilmektedir. Bu tür beklentilerin tersi davranışların yaygınlaşması irrasyonel bakış açılarının finansal piyasalara egemen olması şeklinde tanımlanmakta ve kitlesel düzeyde “alış çılgınlıkları” veya “satış çılgınlıkları” şeklinde yaygınlaşabilmektedirler.

Spekülasyon duygusunun yaygınlaştığı bu tür kitle psikolojisi, yalnızca sermaye piyasaları ile sınırlı olmayıp, yeniden satılabilir nitelikteki ekonomik varlıkların el değiştirdiği bütün piyasalarda karşımıza çıkabilecek bir durumdur. Kitlesel eylemlere dönüşen bu davranış biçimleri “altına hücum”, “faize hücum” gibi isimlerle anılmışlardır. Kısa sürede zengin olma hayalleri sadece günümüze özgü bir durum değildir. Geçmişte de pek çok farklı biçimde yaşanmıştır. Bilinen en ünlü ve eski kitlesel çılgınlıklardan biri de “lale soğanı çılgınlığı”dır.

En fazla bilinen spekülasyon dalgalarından biri olan bu lale soğanı çılgınlığı, Avrupa’yı ve özellikle de Hollanda’yı etkisi altına almıştır. 1623 yılında lale soğanının fiyatı 1000 gineye yükseldiğinde, ortalama yıllık ücret 150 gine² idi. 1637 Şubat ayında ise bir lale soğanı, Amsterdam’da bir burjuva evinin fiyatı olan 5200 gineye el değiştireyordu (Vaslin, 2005: 4). Küresel Finans Sisteminin Öyküsü alt başlığını taşıyan eserinde Laryy Allen bu olayı şöyle aktarıyor (Allen, 2003: 46–47): On altıncı yüzyılda Türkiye’ye giden Viyanalı gezginler, burada gördükleri lale bahçelerinin güzelliğiyle büyülenmiş bir halde ülkelerine döndüklerinde beraberlerinde lale soğanı da getirmişlerdi. Lale yetiştiriciliği furyası kısa sürede Viyana’dan Almanya’ya, Belçika’ya ve Hollanda’ya da sıçradı. Lale, Paris ve İngiltere’deki sarayların en gözde çiçeği haline gelirken halk da aristokratların başlattığı bu modaya ayak uydurunca lale piyasası inanılmaz bir tırmanışa geçti ve vadeli lale sözleşmeleri çılgınlığı had safhaya ulaştı. 1630’lu yıllarda Hollanda halkı kendini adeta lale yetiştiriciliğine adanmış, ekilebilir tarım alanlarının neredeyse tamamı lale bahçelerine dönüştürülmüştü. Başlangıçta spekülörler lale soğanlarını kış aylarında alıp satarken, daha sonraları bütün yıl

2 21 şilin tutarındaki eski İngiliz para birimi.

boyunca bahar ayında teslimatı yapılacak laleler üzerinde vadeli sözleşmeler yapılır hale geldi.

Tesadüf eseri lale soğanlarına musallat olan bir virüsün mutasyona uğramış laleler üretmeye yaradığı anlaşılınca lale çılgınlığı da yeni bir boyut kazanmış oldu. Hem halkın bu değişik lalelere olan merakını hem de yetiştiricilerin bu türlerden birer örnek elde etmek için ödeyeceği yüksek fiyatları düşünen spekülâtörler, yeni mutasyonları heyecanla bekliyorlardı. Bu dönemde nadir bulunan bir tek lale soğanının Fransa'nın önde gelen bira fabrikalarından biri karşılığında satıldığı kayıtlara geçmiştir. Lale fiyatları yükseldikçe yükseliyor, nadir türlerin sahipleri istedikleri fiyatı talep edebiliyorlardı. Put ve call opsiyonlarının spekülasyon gücünü sonuna dek kullanan "windhandel", lale piyasasına egemen olmuştu. Tüccarlar sahip olmadıkları ama gelecekte bulmayı taahhüt ettikleri laleleri satıyorlar, alıcılar sahip olmadıkları paralar karşılığında lale satın alıyorlardı. Aileler evlerini, topraklarını ipotek ettirerek lale sözleşmeleri yapıyorlardı. 1637 yılında lale piyasası çöktüğünde ülkenin en köklü ailelerini ve en varlıklı tüccarlarını da beraberinde iflasa sürükledi. Mahkemeler lale sözleşmeleri yüzünden açılan davalarla başa çıkmakta yetersiz kalırken Hollanda ekonomisi de uzun süreli bir bunalıma girdi.

Benzeri spekülasyonlar hisse senedi piyasalarında da oldukça sıklıkla karşımıza çıkmaktadır. Bu çılgınlıklara genellikle ilginç hisse pazarlama teknikleri de eşlik etmektedir. Örneğin, on yedinci yüzyılın son on yılında sermaye toplamak için hisse senedi satışa süren şirketlerin sayısı da hızla artmaya başladı. Pek çoğu hükümetten izin bile almaksızın kurulmuş olan bu şirketler agresif yöntemlerle piyasaya hisse senedi sürüyor, tüm stop emirlerini kaldırarak ve pazarlama tekniklerini adeta hokkabazlıkla harmanlayarak potansiyel yatırımcıları yüksek kâr vaatleriyle büyütüyorlardı. Bu şirketlerden biri olan Diving Company batan gemilerdeki değerli malları çıkarmayı vaat ediyordu; hatta bu işlemi nasıl yapacaklarını göstermek için zırhlı dalış kıyafetleri giymiş dalgıçlarla bir gösteri bile düzenlemişti. Dalgıçlar, kafalarına giydikleri miğferlerin ön kısmındaki canavar gözünü andıran cam bir bölmeden etraflarını görüyorlar, bir ucu miğferin üst kısmına bağlı, diğer ucu da suyun

yüzeyine dek uzanan bir boru aracılığıyla nefes alıp veriyorlardı. Londra'nın seçkin beyefendi ve hanımları şirketin daveti üzerine Thames nehrinin her iki yakasında toplanmış, nehre dalıp eski teneke parçaları ve gemi palangaları çıkaran dalgıçları seyretmişlerdi (Allen, 2003: 49).

Buna benzer öyküler yalnızca finans tarihinde yer alan eski olaylar olmayıp, çok daha yeni tarihlerde de pek çok kez yinelenmiştir. Kısa sürede zengin olma hayali ile işleyen spekülâtif balonlar şişirildi ve bu balonlar patladığında bazılarının etkisi yerel düzeyde kalırken, bazılarının etkisi küresel düzeyde yansıma buldu. Örneğin bundan tam 150 yıl önce, 1857 yılında ABD'de başlayan "demiryolu balonu"nun patlamasından kaynaklanan kriz yalnızca ABD ile sınırlı kalmadı ve Avrupa'nın finans merkezlerini de etkiledi. Aynı şekilde "internet çılgınlığı" olarak isimlendirilen 1990'ların spekülâtif balonu da 2000'de patladığında finansal küreselleşmenin yaygınlığına bağlı olarak pek çok ülkeyi etkisi altına aldı. 1997 yılında Güneydoğu Asya ülkelerinde başlayan ve 1998'de Rusya krizini tetiklemeyle Türkiye'ye de yansıyan finansal kriz gibi küresel etkilerin yoğun yaşandığı krizler geçmişte olduğu gibi günümüzde de çok miktarda servetin el değiştirmesine yol açmaktadır.

Tasarruf sahiplerinin kısa sürede zengin olma hayalleri peşinde koşarak sermaye piyasalarına gelmesi yerine, profesyonelce yürüttükleri işlerinden elde ettikleri gelirlerinin bir kısmını uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç elde etmek amacıyla sermaye piyasalarına yönlendirmeleri gerekmektedir. Tasarruf sahiplerinin alın teri dökerek elde ettikleri kazançlarından ayırdıkları tasarruflarının yok olmaması gerekliliğinden ve bu gerekliliğin sonucu olarak, piyasaların sürekli bir gözetim altında tutulması gereksiniminden söz etmek malumun ilamından başka bir şey olmayacaktır. Burada üzerinde önemle durulması gereken bir kavram karşımıza çıkıyor: **istikrarlı kazanç**.

İstikrarlı kazanç elde edilmesi ise menkul kıymet yatırımlarının bilgi temelli yatırımlar olmasıyla olasıdır. Bilgi temelli yatırım sürecinde kullanılacak pek çok araç bilimsel çalışmalarda ortaya konulmuş ve yararlanılmayı beklemektedir. Bu araçları tasarruf sahiplerine

sunacak olanlar ise kurumsal yatırımcılardır. İstikrarlı kazanç yerine, sihirli formüller peşinde koşulması, spekülâtif balonların biraz daha şişirilmesinden başka bir işe yaramayacaktır. Üstelik bu sihirli formülleri bilgisayar modelleri ve Nobel ödüllü finansçılar sunuyor olsa bile sonunun hüsrarla bitmesi olasıdır³. “Her işten anlayan (veya anladığını düşünen)”; bilgiden, sistemden yoksun olan ve duygularına daha fazla önem veren, “kitle psikolojisi”ne kapılan tasarruf sahiplerinin günümüzün giderek daha fazla karmaşıklaşan finansal piyasalarında yapabilecekleri çok sınırlıdır. Bilgiye ve çalışmaya dayalı yatırım sürecinin yerini, duyguların egemen olduğu bir yatırım süreci aldığıında “tarihin tekerrürü” kaçınılmaz olmaktadır.

Kaynakça:

ALLEN, Lary; *Keseden Bankaya Tezgâhtan Borsaya – Küresel Finans Sisteminin Öyküsü, Kitap Yayınevi, 2003, İstanbul.*

FRIEDMAN, Thomas; *Lexus ve Zeytin Ağacı – Küreselleşmenin Geleceği, Boyner Holding Yayınları, 1999, İstanbul.*

MIOTTI, Luis et Dominique PLIHON; “Libéralisation Financière, Spéculation et Crises Bancaires”, *Economie Internationale, la Revue du CEPII, No: 85, 1ère Trimestre 2001, pp. 3-36.*

VASLIN, Jacques-Marie; “La bulle des bulbes”, *Le Monde Economie, Mardi 6 décembre 2005, p. 4.*

3 Örneğin Long-Term Capital Management firmasının bilgisayar modellerinden 1998 yazında adi tahvillerin ve yükselen piyasalara ait tahvillerin değer kazanacağı, buna karşılık ABD hazine bonolarının değer yitireceği sonucu çıkmıştı. Geçmişteki temel salınımlar üzerine kurulu olan bu LTCM firmasının modelleri iki Nobel ödüllü finansçı gözetiminde oluşturulmuşlardı. Ancak sonuç tam bir hüsrana oldu ve ortaya çıkan panik havası bütün dünyayı etkisi altına aldı. Çünkü bu modellerine göre pozisyon alan LTCM, 1998 Rusya krizinin etkisiyle başlayan pozisyonuna tam ters bir fiyat hareketi sonucunda, kredilerini ödeyebilmek için varlıklarını çok düşük fiyattan satmak zorunda kalmıştı. (Friedman, 1999: 13)