

**T.C.**  
**YAŞAR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN ANABİLİM**  
**DALI**  
**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ÇEŞİTLİ YATIRIMCI GRUPLARININ HİSSE SENEDİ**  
**ALIM-SATIM İŞLEMLERİ VE PAZAR GETİRİSİ**  
**ARASINDAKİ ETKİLEŞİM**

**MELİS GÜLTEKİN**

**Danışman**

**Yrd. Doç. Dr. MEHMET UMUTLU**

**İzmir, 2015**



**T.C.**  
**YAŞAR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN ANABİLİM**  
**DALI**  
**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ÇEŞİTLİ YATIRIMCI GRUPLARININ HİSSE SENEDİ**  
**ALIM-SATIM İŞLEMLERİ VE PAZAR GETİRİSİ**  
**ARASINDAKİ ETKİLEŞİM**

**MELİS GÜLTEKİN**

**Danışman**

**Yrd. Doç. Dr. MEHMET UMUTLU**

**İzmir, 2015**

T.C.  
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ TEZLİ YÜKSEK LİSANS TEZ JÜRİ SINAV TUTANAĞI**

1.1.1.1.1 ÖĞRENCİNİN		
Adı, Soyadı	: Melis Gültekin	
Öğrenci No	: 13300005021	
Anabilim Dalı	: Sosyal Bilimler Enstitüsü	
Programı	: Uluslararası Ticaret ve Finansman	
Tez Sınav Tarihi	: 30/06/2015	Sınav Saati : 14.00
<b>Tezin Başlığı:</b> Çeşitli Yatırımcı Gruplarının Hisse Senedi Alım-Satım İşlemleri Ve Pazar Getirisi Arasındaki Etkileşim		
Adayın kişisel çalışmasına dayanan tezini ..... dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek çalışma konusu gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,		
<input type="checkbox"/> BAŞARILI olduğuna (S) <input type="checkbox"/> OY BİRLİĞİ		
1 <input type="checkbox"/> EKSİK sayılması gerektiğine (I) ile karar verilmiştir.		
2 <input type="checkbox"/> BAŞARISIZ sayılmasına (F) <input type="checkbox"/> OY ÇOKLUĞU		
3 <input type="checkbox"/> Jüri toplanamadığı için sınav yapılamamıştır.		
4 <input type="checkbox"/> Öğrenci sınava gelmemiştir.		
<input type="checkbox"/> Başarılı (S) <input type="checkbox"/> Eksik (I) <input type="checkbox"/> Başarısız (F) Üye : İmza :	<input type="checkbox"/> Başarılı (S) <input type="checkbox"/> Eksik (I) <input type="checkbox"/> Başarısız (F) Üye : İmza :	<input type="checkbox"/> Başarılı (S) <input type="checkbox"/> Eksik (I) <input type="checkbox"/> Başarısız (F) Üye : İmza :

- 1 Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
- 2 Bu halde öğrencinin kaydı silinir.
- 3 Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.
- 4 Bu halde varsa öğrencinin mazeret belgesi Enstitü Yönetim Kurulunda görüşülür. Öğrencinin geçerli mazeretinin olmaması halinde Enstitü Yönetim Kurulu kararıyla ilişkisi kesilir. Mazereti geçerli sayıldığında yeni bir sınav tarihi belirlenir.

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Projesi olarak sunduğum “*Çeşitli Yatırımcı Gruplarının Hisse Senedi Alım-Satım İşlemleri Ve Pazar Getirisi Arasındaki Etkileşim*” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım

16/06/2015

MELİS GÜLTEKİN

İmza



## ÖNSÖZ

Bu çalışmanın gerçekleştirilebilmesi için fikir aşamasında değerli katkılarını esirgemeyen ve Yüksek Lisans eğitimim boyunca yapıcı ve yol gösterici olarak bana her zaman destek olan, bu tez çalışmasının her aşamasında engin tecrübelerinden yararlandığım danışman hocam Yrd. Doç. Dr Mehmet Umutlu'ya çok teşekkür ediyorum.

Son olarak yüksek lisans eğitimim boyunca yaşadığım bütün zorluklarda bana destek olan ve beni devamlı teşvik eden aileme gösterdikleri sabırdan dolayı da çok teşekkür ediyorum.

## ÖZET

Yüksek Lisans

### ÇEŞİTLİ YATIRIMCI GRUPLARININ HİSSE SENEDİ ALIM-SATIM İŞLEMLERİ VE PAZAR GETİRİSİ ARASINDAKİ ETKİLEŞİM

Melis GÜLTEKİN

Yaşar Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Uluslararası Ticaret ve Finansman Yüksek Lisans Programı

Finans literatüründeki birçok çalışmada portföy yatırımları ile endeks getirisi arasındaki ilişki veya etkileşim incelenmiştir. Fakat bu çalışmaların birçoğu aylık veya yıllık frekansta gerçekleştirilmiş olup, dar bir yatırımcı sınıflandırması altında yapılmıştır. Bu tez çalışmasında üç farklı yatırımcı grubunun hisse senedi alım-satım işlemleri ile Pazar getirisi arasındaki etkileşim günlük frekansta ve Kore Borsası'nda KOSPI200 incelenmiştir. Vektör Ardışık Bağlanım (VAR) yöntemi ile yapılan analiz sonuçlarına göre yabancı ve bireysel yatırımcıların momentum yatırım stratejisi izlediği görülürken, kurumsal yatırımcıların zıtlık stratejisi izlediği bulunmuştur. Kriz döneminde ise, kurumsal ve bireysel yatırımcıların yatırım stratejilerini değiştirmedikleri görülmüştür. Diğer taraftan, kriz döneminde tüm dönemde olduğu gibi yabancı yatırımcıların net alımları ile geçmiş endeks getirileri arasında pozitif yönde bir korelasyon olduğu, fakat tüm dönemden farklı olarak bu korelasyonun istatistiksel olarak anlamlı olmadığı bulunmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Yatırımcı Grupları, Endeks Getirisi, Alım-satım İşlemleri, VAR Analizi, KOSPI200

## ABSTRACT

Master Thesis

### INTERACTION BETWEEN EQUITY TRADING OF VARIOUS INVESTOR TYPES AND MARKET RETURN

Melis GÜLTEKİN

Yaşar University

Institute of Social Sciences

Master of Arts in International Trade and Finance

In finance literature, interaction or relationship between portfolio investments and index return were examined in many studies. However most of these studies were conducted at monthly or annual frequency with a restricted\_investor classification. In this study, we analyzed the interaction between trading of three different investor groups and market return by using daily data from the Korean Stock Exchange. (KOSPI200) Vector Auto Regression (VAR) model results show that individual and foreign investors follow a momentum strategy whereas institutional investors follow a contrarian strategy. During the crisis period, institutional and individual investors did not change their trading strategies. On the other hand, there is a positive correlation between foreign investors' net purchase and lagged market returns during the crisis period as in the case of the full period but different from full sample period, this correlation is not statistically significant.

**Keywords:** Investor Groups, Index Return, Trading, VAR Analysis, KOSPI200



# İÇİNDEKİLER

## ÇEŞİTLİ YATIRIMCI GRUPLARININ HİSSE SENEDİ ALIM-SATIM İŞLEMLERİ VE PAZAR GETİRİSİ ARASINDAKİ ETKİLEŞİM

<b>TUTANAK</b>	<b>i</b>
<b>YEMİN METNİ</b>	<b>ii</b>
<b>ÖNSÖZ</b>	<b>iii</b>
<b>ÖZET</b>	<b>iv</b>
<b>ABSTRACT</b>	<b>v</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b>	<b>vi</b>
<b>KISALTMALAR</b>	<b>ix</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b>	<b>x</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b>	<b>xi</b>
<b>1.GİRİŞ</b>	<b>1</b>

<b>2. BÖLÜM SERMAYE PİYASASI KAVRAMI</b> .....	<b>4</b>
2.2 Sermaye Piyasası Araçları .....	4
2.3 Sermaye Piyasasının Özellikleri .....	5
2.4 Sermaye Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler .....	5
2.5 Sermaye Piyasasının Sınıflandırılması .....	6
2.5.1 Vade Bakımından Sermaye Piyasaları .....	6
2.5.2 Örgütlenme Bakımından Sermaye Piyasaları .....	7
2.5.3 İhraç Bakımından Sermaye Piyasaları .....	7
2.5.4 Alıcı-Satıcı Bakımından Sermaye Piyasaları .....	8
2.6 Sermaye Piyasasının Ekonomideki Yeri .....	9
<b>3. BÖLÜM SERMAYE PİYASASINDAKİ YATIRIMCI GRUPLARI</b> .....	<b>10</b>
3.1 Kurumsal Yatırımcılar .....	10
3.1.1 Kurumsal Yatırımcıların İşlevi .....	11

3.2	Bireysel Yatırımcılar .....	12
3.2.1	Paranı Kendin Yönet Yöntemi.....	13
3.2.2	Paranı Profesyonel Yönetsin Yöntemi .....	13
3.3	Kurumsal Yatırımcıların Bireysel Yatırımcılara Göre Avantajları .....	14
3.4	Yabancı Yatırımcılar .....	16
3.4.1	Yabancı Yatırımcıların Sermaye Piyasasına Faydaları.....	18
3.4.2	Yabancı Yatırımcıların Sermaye Piyasasına Zararları.....	19
3.4.3	Yabancı Portföy Yatırımlarının Uzun Süreli Olmasını Etkileyen Faktörler <sup>19</sup>	
3.4.4	Yabancı Yatırımcıların Ülke Ekonomisine Etkileri.....	20
4.	BÖLÜM KORE PİYASASI .....	22
4.1	Kore Ekonomisinin Gelişimi .....	22
4.2	Kore Sermaye Piyasası.....	24
4.2.1	Tarihçe.....	24
4.2.2	Kore Borsası (KRX).....	25
4.2.3	Kore Piyasasında Yatırımcı Grupları.....	26
5.	BÖLÜM ZAMAN SERİSİ ANALİZLERİ .....	31
5.1	Durağanlık Testleri.....	31
5.1.1	Birim Kök Testi .....	32
5.1.2	Dickey-Fuller (DF) Birim Kök Testi .....	32
5.1.3	MacKinnon Birim Kök Testi.....	32
5.1.4	Genişletilmiş Dickey-Fuller (GDF) Testi.....	33
5.2	İktisatta Nedensellik .....	33
5.2.1	Granger Nedensellik Testi.....	34
5.3	Vektör Ardışık Bağlanım (VAR) Metodu.....	35
6.	BÖLÜM YATIRIMCI GRUPLARININ HİSSE SENEDİ ALIM-SATIM İŞLEMLERİ (İŞLEM HACMİ) VE PAZAR GETİRİSİ .....	37
6.1	Giriş.....	37
6.2	Veri ve Yöntem.....	39
6.3	Bulgular .....	42
6.3.1	NetAlım ve Endeks Getirisi Arasındaki Etkileşim.....	42
6.3.2	Kriz Öncesi Dönem için Bulgular .....	46
6.3.3	Kriz Dönemi için Bulgular.....	50
6.3.4	Korelasyon Analizi .....	54

6.3.5 Tutarlılık Testleri.....	56
6.4. Analiz Sonuçları .....	63
7. SONUÇ.....	65



## KISALTMALAR

<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>KSX</b>	Kore Borsası
<b>DF</b>	Dickey Fuller Birim Kök Testi
<b>GDF</b>	Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testi
<b>VAR</b>	Vektör Ardışık Bağlanım Metodu
<b>NIF</b>	Net Yatırım Akışı

## TABLolar

Tablo 3.1 Bireysel Yatırımcıların Sahip Oldukları Avantaj ve Dezavantajlar .....	13
Tablo 3.2 Bireysel ve Kurumsal Yatırımcıların Farklılıkları .....	15
Tablo 4.1 Kore Ekonomisinin Büyüme Oranları .....	24
Tablo 4.2 Kore'nin Gerçekleştirdiği Yabancı Portföy Yatırımları ( İlk 5 Ülke) ...	27
Tablo 4.3 Kore'ye Yapılan Hisse Senedi Yatırımları - Aralık 2011.....	28
Tablo 4.4 Toplam Hisse Senedi Yatırımları .....	28
Tablo 6.1 NETALIM.....	41
Tablo 6.2 Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği_NETALIM .....	42
Tablo 6.3 Tüm Örneklem için Yabancı ve Kurumsal NetAlım ve Endeks Getirisi .....	43
Tablo 6.4 Tüm Örneklem için Bireysel ve Yabancı NetAlım ve Endeks Getirisi.	44
Tablo 6.5 Tüm Örneklem için Bireysel ve Kurumsal NetAlım ve Endeks Getirisi .....	45
Tablo 6.6 2004 ve 2007 yılları için Kurumsal ve Yabancı NetAlım ve Endeks Getirisi .....	47
Tablo 6.7 2004 ve 2007 yılları için Bireysel ve Yabancı NetAlım ve Endeks Getirisi .....	48
Tablo 6.8 2004 ve 2007 yılları için Kurumsal ve Bireysel NetAlım ve Endeks Getirisi .....	49
Tablo 6.9 2007 ve 2010 yılları için Yabancı ve Kurumsal NetAlım ve Endeks Getirisi .....	51
Tablo 6.10 2007 ve 2010 yılları için Bireysel ve Yabancı NetAlım ve Endeks Getirisi .....	52
Tablo 6.11 2007 ve 2010 yılları için Bireysel ve Kurumsal NetAlım ve Endeks Getirisi .....	53
Tablo 6.12 NetAlım ve Endeks Getirisi Korelasyon Analizi .....	55
Tablo 6.13 NIF Ortalama.....	57
Tablo 6.14 NIF ve Endeks Getirisi için Birim Kök Testi: Augmented Dickey-Fuller İstatistikleri_NIF .....	57
Tablo 6.15 Tüm Örneklem için NIF ve Endeks Getirisi .....	58
Tablo 6.16 2004-2007 yılları için NIF ve Endeks Getirisi .....	60
Tablo 6.17 2007-2010 yılları için NIF ve Endeks Getirisi .....	62

## ŞEKİLLER

Şekil 2.1 Kurumsal Yatırımcıların Gruplandırılması .....	12
Şekil 3.2 Yabancı Portföy Yatırımlarının Rolü .....	18
Şekil 3.3 Yabancı Yatırımların Yerel Birincil ve İkincil Piyasalara Katkısı.....	21
Şekil 4.1 Menkul Kıymetler Fon Akışı .....	29
Şekil 4.2 Net Yabancı Portföy Yatırımları Fon Akışı.....	30



## 1. GİRİŞ

Dünyada küreselleşmenin başlaması ile beraber ülkeler arasındaki ticaret hız kazanmıştır. Artan ticaret ve ülkelerin birbirlerine olan ihtiyaçlarının artması da sermaye piyasalarına daha çok ihtiyaç duyulmasını sağlamıştır. Çünkü sermaye piyasaları ekonomik olarak kalkınmanın temel bileşenlerinden biridir ve ekonomilerin finansman ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlamaktadır. (Çetin, 2011)

Sermaye piyasaları, ülke ekonomisine kaynak yaratmak ve likidite sağlamak gibi iki önemli fonksiyonu yerine getirmektedir. Sermaye piyasalarının bu katkıları ekonomik kalkınmaya imkan verecek karlı yatırım projelerini gerçekleştirebilmek için kaynak arayışında olan ve likiditenin göreceli daha zayıf olduğu gelişmekte olan ülkeler için hayati önem taşımaktadır. (Rodoplu, 1996) Güney Kore gelişmekte olan fakat hızlı büyüyen bir ekonomidir. Birçok gelişmekte olan ülke için rol model olarak gösterilmektedir. Güney Kore devleti sağladığı teşvikler sayesinde sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmuş ve bu sayede ekonomik gelişimini sermaye piyasasının gelişimi ile başarıyla sürdürebilmiştir. Aynı zamanda Kore Borsasının sahip olduğu ürün çeşitliliği, işlem hacminin yüksek olması ve gelişmiş birçok özelliğinin bulunması sebebi ile bütün yatırımcı gruplarının ilgisini çekmektedir. Örneğin, birçok gelişmekte olan ülke için erişilemeyen çeşitli yatırımcı gruplarının hisse senedi bazında ve günlük frekansta alım-satım işlem verilerine Kore Borsası'nda erişilebilmektedir. Kendine has bu tür üstün özelliklerinden dolayı Kore Borsası araştırmacıların dikkatini çekmekte ve bu piyasa ile ilgili yapılan araştırma sayısı giderek artmaktadır.

Bu tez çalışmasında Kore Borsası'ndaki üç yatırımcı grubunun hisse senedi alım-satım işlemleri ile Pazar endeksi getirisi arasındaki olası farklı etkileşim incelenmiştir. Yatırımcılar, kurumsal, bireysel ve yabancı yatırımcı grupları olarak sınıflandırılmıştır. Her yatırımcı grubunun gerçekleştirdiği alım-satım işlemleri ile Pazar endeksi getirisi arasındaki etkileşim yatırımcı gruplarının bilgiye dayalı işlem yapıp yapmamalarına göre farklı şekilde olabilir.

Kurumsal yatırımcılar finansal sistemde önemli bir role sahiptirler. Genellikle, geniş maddi imkanlara ve yetişmiş insan kaynağına sahip

olduklarından bilgiye dayalı alım-satım işlemi gerçekleştirme ve ekonomik kaynakların sektörler arasında transfer edilmesine katkıda bulunma olasılıkları fazladır. Bireysel yatırımcılar sürü psikolojisi ile hareket etmekte eğilimindedirler. Beklentilerine ve öznel inanışlarına göre alım satım gerçekleştirdiklerinden, bilgiye dayalı işlem yapma olasılıkları azdır. Kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcıların elde edemediği ölçekte ekonomisinden yararlanmakta ve bilgiye hem kolay hem daha ucuz yollarla ulaşabilmektedirler. Bu nedenle kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre bilgi avantajı olduğu düşünülebilir. (Yurtseven, 2007) Küreselleşen dünyamızda ekonomik serbestleşme uluslararası yatırımların önemini ve hacmini oldukça arttırmıştır bu nedenle ülkeler için yabancı yatırımcılar oldukça büyük önem kazanmıştır. Yabancı yatırımcıların sağlayabilecekleri sermaye birçok gelişmekte olan ülke için oldukça önemli bir unsurdur. Bu şekilde sermaye fazlası olan ülkeden sermaye ihtiyacı olan ülkelere finansal kaynak akışı gerçekleşebilir. (Kaya, 2011) Yabancı yatırımcıların bilgiye dayalı işlem yapıp yapmadıkları açık uçlu bir sorudur. Bir taraftan, yabancı yatırımcıların sofistike yatırımcılar olup kurumsal yatırımcılarla benzer özelliklere sahip oldukları ve bu yüzden bilgiye dayalı işlem yapabilecekleri görüşü ortaya atılırken, diğer taraftan yabancı yatırımcıların yerel hisse senetleri hakkında sağlıklı bilgiye ulaşmakta yerel yatırımcılar kadar başarılı olamayacakları görüşü savunulmaktadır (Umutlu ve Shackleton, 2015).

Tez çalışmasının birinci bölümünde genel olarak sermaye piyasası kavramının tanımı yapılmış ve sermaye piyasasının özellikleri hakkında bilgi verilmiştir. Sermaye piyasalarının araçları ve ekonomiye sağladığı katkı alt başlıklar olarak incelenmektedir. İkinci bölümünde ise sermaye piyasasındaki yatırımcı gruplarından bahsedilmiştir. Kurumsal, Bireysel ve Yabancı yatırımcılar detaylı olarak tanımlanmış ve karşılaştırılmıştır.

Üçüncü bölümde, Kore Piyasası hakkında detaylı bilgi sunulmuştur. Kore Sermaye Piyasası, Kore Piyasasında yatırımcı grupları ve Kore Borsasının tarihçesi anlatılmıştır.

Dördüncü bölümde, tezin uygulama kısmında kullanılan zaman serisi analizi ve vektör ardışık bağlanım modeli (VAR) hakkında bilgi verilmektedir.

Çalışmanın uygulama bölümü olan beşinci bölümde, çeşitli yatırımcı gruplarının hisse senedi alım ve satım işlemleri ile Pazar endeksi getirisi arasındaki



etkileşim VAR tekniği kullanılarak araştırılmıştır. Çalışmada 2004 ve 2010 yılları arasındaki dönemi kapsayan, üç farklı yatırımcı grubunun hisse senedi bazındaki günlük alım-satım verileri ve Kore Borsası Pazar Endeksi'nin (KOSPI 200) günlük getiri verileri kullanılmıştır. 2007 ve 2010 yılları arasında etkileri şiddetli hissedilen Global Ekonomik Kriz'in Kore'yi de etkilemiş olabileceği düşüncesiyle, araştırma dönemi kriz dönemi ve kriz öncesi dönem olarak iki alt döneme ayrılmıştır. Her dönem için, KOSPI200 Endeks getirisi ile yatırımcı gruplarının net alımları arasındaki etkileşim incelenmiştir.



## 2. BÖLÜM SERMAYE PİYASASI KAVRAMI

Piyasa kavramı alıcı ve satıcıların karşılaştıkları ve mal dolaşımının sağlandığı yer olarak tanımlanabilmektedir. Sermaye ise orta, uzun ve sonsuz vadeli fonlardır. Kısacası sermaye piyasası orta uzun ve sonsuz vadeli fonların arz ve talebinin aracı kurumlar veya menkul kıymetler aracılığıyla karşılaştığı bir piyasadır. Ekonomik ihtiyaçların gün geçtikçe artması ile ortaya çıkan fon ihtiyacı sermaye piyasalarına olan ilgiyi arttırmıştır. Sermaye piyasaları fon fazlası olan birimden fon ihtiyacı olan birimlere kaynak aktarımının gerçekleşmesini sağlayarak ülkelerin ekonomik ihtiyaçlarının karşılanmasına da katkıda bulunmaktadır.

“Sermaye piyasaları büyümenin ve iktisadi kalkınmanın temel bileşenlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan, sermaye piyasaları ihraççılar ve yatırımcılar için çok sayıda ve çeşitli yatırım olanakları sunmaktadır.” (Çetin, 2011, s.3)

En geniş anlamı ile sermaye piyasası, örgütlenmiş finansman sisteminin tümünü ifade etmektedir. Bir başka deyişle para, döviz, altın, hisse senedi, tahvil gibi her türlü menkul kıymetin alım ve satımını sağlamaktadır. Sermaye piyasası; kısa süreli fonların uzun süreli fonlara, uzun süreli fonların yatırıma dönüştüğü, elde edilen birikimi gelir sağlama istemi ile bankaların kullanımına sunmaları ve başkalarına gelir verme karşılığında birikimi kullanma istemlerini karşılaştıran ve karşılıklı koşullarda anlaşan kişi ve kurumların toplamıdır. (Rodoplu, 1996, s.65) Sermaye piyasalarının temel amacı öz kaynağın en etkin ve en adil şekilde kullanılmasını ve bundan en çok verimin alınmasını sağlamaktır. Örneğin işletmeler yatırım projelerini finanse edebilmek ve sermayelerini artırabilmek için sermaye piyasasına başvururlar. Bu şekilde sağladıkları fonları sabit sermaye gereksinimlerini karşılamada kullanmaktadırlar.

### 2.2 Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasasında arz ve talep bazı araçlar yardımı ile sağlanır. Bunlara sermaye piyasası araçları denmektedir. Bu araçlar menkul kıymetler ve diğer sermaye araçları olarak bilinmektedir.

Menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir miktarı temsil eden, yatırım için kullanılan ve belli bir dönem içinde gelir getiren, seri halde

çıkarılan, şartları kurulca belirlenmiş olan kıymetli evraklara denir. Her biri nominal ve piyasa değerine sahiptirler ve çok sayıda ihraç edilirler. Tahvil, bono ve hisse senedi menkul kıymetlere örnek olarak gösterilebilir. Diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışında kalan ve yine şartları belirlenmiş olan evraklara denir. Yerli ve yabancı paralar, çek, bono, poliçe ve mevduat sertifikalarını içermez.

### **2.3 Sermaye Piyasasının Özellikleri**

Sermaye piyasası daha önce de bahsettiğimiz üzere orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmaktadır. Sermaye piyasası finansal piyasa kavramından daha dar ve tekniktir fakat finansal piyasanın içersinde yer almaktadır. Vadesi ise bir yıldan fazla olmalıdır. Ancak uzun vade riski arttırdığı için faiz oranları da bu doğrultuda yüksektir. Kullanım alanlarına bakıldığında ise sağlanan fonlar işletmelerin bina, makine ve teçhizat gibi duran sabit varlıklarının finansmanında, yenileme için yapılan yatırımlarda ve kapasitenin artırılmasının sağlanması gibi durumlarda ortaya çıkan sermaye ihtiyaçların karşılanmasında kullanılmaktadır. Sermaye piyasası kaynakları ise kişisel ve kurumsal tasarruflardır. Genellikle de ferdi tasarruflar işlem görmektedir. En yaygın olarak kullanılan araçları ise hisse senedi ve tahvildir. Bunun yanı sıra bu piyasanın likiditesi ise piyasanın gelişmesi ve etkinliğine bağlıdır. (MEGEP,2007,s.10-12)

### **2.4 Sermaye Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler**

Sermaye piyasası ekonomik ihtiyaçların karşılanmasını sağlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında ekonomide tasarruf düzeyinin yüksek olması bu piyasaları etkileyebilmektedir. Bununla beraber özel veya kamu işletmelerinin uzun süre fonlara ihtiyaç duymaları da bu piyasaların gelişmesini sağlayan faktörler arasındadır. Nitekim bu sebeplerden dolayı sermaye piyasaları ortaya çıkmaktadır. Menkul kıymetler sermaye piyasalarının araçlarındandır ve menkul değerlere yatırım yapılmasına uygun ortamların gelişmesi de sermaye piyasalarını etkileyen faktörler arasındadır. Menkul kıymetler dışında gelişen diğer aracı kurumların günden güne gelişmesi de bu piyasayı hareketlendirmektedir. Bununla beraber halka açık anonim ortaklıkların çoğalması da başlıca nedenlerden biridir. Halka açıklanacak bilgileri izleyecek, onaylayacak ve yatırım yapabilmeyi sağlayan kişi

ve kurumların çoğalması da oldukça önemlidir. Ayrıca bu piyasanın gelişmesi ve doğru bir şekilde işleyebilmesi içinde birçok yasal düzenleme gerekmektedir. Piyasanın güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını sağlayan bu yasaların oluşturulması ile de sermaye piyasası gelişmesini sürdürebilmektedir.

Bir ekonomide sermaye piyasası etkin ise riski yüksek olan menkul kıymetlerin getirisi yüksek, riski düşük olanların getirisi ise düşük olmalıdır ve piyasada ki bilgi akışı hızlı ve kesintisiz olmalıdır. Yatırımcıların doğru bilgiye ulaşmaları kolay ve düşük maliyetle sağlanmalıdır. Bunlara ek olarak işlem maliyetleri de düşük olmalıdır. Yatırımcılar ise rasyonel hareket etmelidirler ancak bu koşulların sağlanması ile sermaye piyasasının etkinliği artacaktır.

## **2.5 Sermaye Piyasasının Sınıflandırılması**

Sermaye piyasalarının işlem hacmi oldukça yüksektir. Bunun sebebi de arz ve talebin karşılaştığı piyasalar olmasından kaynaklanmaktadır. İşlem hacminin yüksek olmasından dolayı da piyasa kendi içinde sınıflandırmaya gitmiştir. Sermaye Piyasası vade bakımından, örgütlenme bakımından, ihraç bakımından ve alıcı ve satıcı bakımından olmak üzere dört ana sınıftan oluşmaktadır.

### **2.5.1 Vade Bakımından Sermaye Piyasaları**

Sermaye piyasalarında orta ve uzun vadeli fonlar işlem görmektedir. Sermaye piyasalarında vade bir yıldan uzundur fakat yapılan işlemler nedeniyle vade bakımından bu piyasalar ikiye ayrılmaktadır. Vadeli piyasalar ve Vadesiz (Spot) piyasalar.

Spot piyasalar, belli miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın, işlemin ardından takas günü el değiştirdiği piyasalardır. Vadesiz piyasalar finansal varlıkların teslim ve ödemesinin hemen yapıldığı piyasalardır. Spot piyasaların en çok bilinen örneği menkul kıymet borsalarıdır. (MEGEP, 2007, s.23)

Diğer taraftan Vadeli piyasalarda ise bugünden anlaşması sağlanmış bir fiyattan, finansal varlıkların alım ve satımının yapıldığı piyasalara denir. Alıcı ve satıcı birbirlerini tanımazlar bir takas merkezi yoluyla iki taraf içinde taraf oluşturulmaktadır. Bu merkez sayesinde iki tarafında yükümlülüklerini yerine

getirmesi sağlanmaktadır. Vadeli piyasalarda iki tür kontrattan söz edilmektedir. Bunlar futures ve forward kontratlarıdır.

Forward Kontratlarında; sözleşmeye konu olan örneğin bir para piyasası işleminde vade, faiz ve miktar gibi unsurlar üzerinde bugünden anlaşılın, ancak ileri bir tarihte başlayacak ve daha ileri bir tarihte sona erecek işlemleri ifade etmektedir.

Forward işlemlerin en temel özelliği, organize borsalarda işlem yapılmaması ve dolayısıyla fiyat, miktar, vade gibi unsurların standart olmayıp, tarafların karşılıklı anlaşmasıyla belirlenmesidir. (Çonkar ve Ata, 2002, s.5)

Futures Kontratları ise vadeli işlemlerin standartlaştırılarak borsalarda işlem görür şekle getirilmiş olanıdır. Bunun doğal bir sonucu olarak da, bu işlemlerde vade, sözleşme büyüklüğü ve teslim şartları ilgili borsalar tarafından belirlenmektedir.

### **2.5.2 Örgütlenme Bakımından Sermaye Piyasaları**

Sermaye piyasası, fonksiyonlarını daha verimli yapabilmek için örgütlenir. Organize ve Tezgah üstü Piyasa olmak üzere ikiye ayrılır.

Organize piyasa belli kural ve düzen içinde alıcıyla satıcıyı buluşturan piyasalardır. Bunun en önemli örneği ise BIST 100 dür. Çünkü BIST 100 de sermaye piyasası kurulunun kuralları ve düzenlemeleri geçerlidir. Kuralları yasalarla düzenlenmiştir yani başka bir deyişle resmidir.

Tezgahüstü piyasaların ise kendine özgü kuralları vardır belli bir mekanı yoktur. Borsalara kayıtlı olmayan menkul kıymetlerin alım ve satımının yapıldığı piyasalardır.

### **2.5.3 İhraç Bakımından Sermaye Piyasaları**

Fon arz ve talebini sağlayan menkul kıymetlerin piyasaya çıkarıldıklarında satın alınma durumlarına göre sermaye piyasaları birincil ve ikincil olmak üzere ikiye ayrılır.

Birincil piyasa şirketlerin hisse senetlerinin halka arz edilerek ya da hazine bonolarının ihalelerle satılmaları gibi işlemleri içerir. Başka bir deyişle hisse senedi gibi değerleri ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin

doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasadır. Buna hisse senetleri ile tahvillerin ilk kez sürülüp "ihraç"tan alındığı piyasa da denilmektedir. (BIST100, 2014)

İkincil piyasa ise, bu menkul değerlerin yatırımcılar arasında el değiştirdiği piyasadır. İkincil piyasaya en iyi örnek, Borsa İstanbul'dur. İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditelerini artırarak birincil piyasaya talep yaratmakta aynı zamanda da gelişimini sağlamaktadır. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymet borsalarıdır.

#### **2.5.4 Alıcı-Satıcı Bakımından Sermaye Piyasaları**

Alıcı ve satıcı bakımından sermaye piyasaları dörde ayrılır. Bunlar Aracı Piyasalar, Doğrudan Piyasalar, Mezat Piyasalar ve Komisyoncu piyasalarıdır.

Doğrudan piyasalar, fon arz ve talep edenlerin herhangi bir aracı kuruluş olmadan alım ve satım yapabildikleri piyasalardır. Bu şekilde tasarruf sahiplerinin oluşturdukları fonları sigorta şirketleri değerlendirirler ve yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar alım ve satımda bulunurlar. Fiyatı da bu şekilde doğrudan oluşturabilmektedirler. Maliyet daha düşük olduğu içinde daha çok alım veya satım yapılabilir.

Mezat piyasalar ise müşterilerinin emirlerini bir mekanda toplayarak karşılaştırma esasına dayanmaktadır. Mezat piyasada, aracılık faaliyetleri karşılığında komisyon alınır ve alıcının yüklendiği riske ortak olunmaz.

Fon arz ve talep edenler arasında aracılık yapana ise komisyoncu piyasalar denir. Bu şekilde arz ve talep edeni bir araya getirerek belli bir miktarda ücret talep eder ve adını da buradan almaktadır. Bu ücrete komisyon denilmektedir. Aracılık yapan, sadece alıcı ile satıcıyı buluşturur ve ücretini alır. Alıcı ile satıcı diğer işlemlere kendi aralarında karar vermektedirler. Türk sermaye piyasasında pek görülen bir durum değildir.

Aracı piyasalarda fon, arz ve talep edenler arasında köprü görevi görmektedir. Birinci el piyasalarda menkul kıymetlerin ihracına aracılık ederken ikinci el piyasada ise ihraç edilmiş menkul kıymetlerin alım ve satımına aracılık etmektedir. (MEGEP, 2007,s.25)

## 2.6 Sermaye Piyasasının Ekonomideki Yeri

Bir ülkenin kalkınabilmesi sermaye birikiminin sağlanmasına bağlıdır. Sermaye birikimi ise tasarruf eğiliminin güçlülüğü ve büyüklüğü ile doğru orantılıdır. Tasarrufların doğru alanlar ve yatırımlara akmasında, banka sistemi ile birlikte sermaye piyasalarının da büyük etkisi vardır. (Akdiş,1989)

Sermaye piyasaları hem ekonomik hem de sosyal alanda ülkeye katkıda bulunmaktadır. Örneğin, tek başına ülke ekonomisine etki edemeyecek küçük tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak büyük yatırımlara dönüştürülmesini sağlayarak ekonomiye katkı sağlamaktadır. Bu şekilde küçük fonların verimli yerlere yatırılması fon sahipleri içinde bir ek gelir imkanı oluşturmaktadır. Banka ve aracı kurumlar ise yatırımcıların beklentileri doğrultusunda sermaye piyasası işlemlerini gerçekleştirirler. Bunun dışında girişimciler içinde ihraç ettikleri hisse senetleri aracılığıyla yatırımlarını reel yatırımlara dönüştürebilirler. Bu şekilde ekonomiye katkıda bulunurlar. Kısaca özetlemek gerekirse sermaye piyasası ekonomiye kaynak yaratır, likidite sağlar, sermayenin tabana yayılmasını sağlar ve özelleştirme çabalarının hayata geçirilmesi için katkıda bulunur.

### 3. BÖLÜM SERMAYE PİYASASINDAKİ YATIRIMCI GRUPLARI

Sermaye piyasasındaki yatırımcı grupları üç ana başlık altında incelenmektedir. Bunlar sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan kurumsal, bireysel ve yabancı yatırımcılardır.

Bu bölümde kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılar ve yabancı yatırımcılar detaylı olarak anlatılacak ve sermaye piyasasında ki rollerinden bahsedilecektir.

#### 3.1 Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcı, kabul edilebilir risk düzeyi, getiri maksimizasyonu ve uygun vade gibi amaçlar ile küçük yatırımcının tasarruflarını topluca yöneten uzmanlaşmış bir finansal kurum olarak tanımlanabilir. ( Davis ve Steil, 2001; Yurtseven'den 2007, s.36 )

Kurumsal yatırımcıların ortaya çıkmasında ki en önemli neden finansal piyasaların tam anlamıyla mükemmel olmamasıdır. Bu sebepten ötürü ortaya çıkan aksaklıklar kurumsal yatırımcılar ile en aza indirilmeye çalışılmaktadır. (Dalğar, 2006, s.19). Bu yüzden de kurumsal yatırımcılar finansal sistemde önemli bir role sahiptirler. Küçük yatırımcıların tasarruflarını belli bir risk düzeyinde getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarını yöneten ihtisaslaşmış finansal kurumlardır. Her çeşit Yatırım Fonları, Bireysel Emeklilik Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Hayat Sigorta Şirketleri, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları kurumsal yatırımcı olarak nitelendirilmektedir. Başka bir deyişle kurumsal yatırımcılar, yatırımcıların bir araya gelerek oluşturduğu büyük havuzlardır. Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasasında arz ve talep dengesini sağlayarak aşırı fiyat dalgalanmasının olmasını da engellemekte ve yine yatırımcıların gelirlerindeki aşırı dalgalanmaları da önleyerek geleceğe güvenle bakmalarını sağlamaktadır. (Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği,

[http://www.tkyd.org.tr/T/kurumsal\\_yatirimci.aspx](http://www.tkyd.org.tr/T/kurumsal_yatirimci.aspx), 2014)

Kurumsal yatırımcılar, vakıflar ve dernekler gibi tüzel kişilerdir. Dolayısıyla yatırım kararlarından tüzel kişi ve menfaat sağlayan kişiler etkilenmektedir. Bu yüzden yatırımlar bireysel yatırımcılara göre daha az riskli olmalıdır. Diğer



yandan ülkemizde kurumsal yatırımcılar incelendiğinde vakıf ve dernek gibi kurumsal yatırımcılar için yeteri bir yasal sınırlama mevcut olmadığı görülmektedir. Yöneticiler, kurumun fonunu kendi yatırım bilgisi çerçevesinde değerlendirmektedir. Bu da kurumsal yatırımcıların ülkemizde tam anlamıyla gelişme gösteremediğinin bir kanıtıdır. Çünkü Türkiye’de yatırımcılar kurumsal yatırım enstrümanlarını yeterince tanımamaktadırlar. Türkiye’de faaliyet gösteren başlıca kurumsal yatırımcılar yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri yatırım ortaklıkları, hayat sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kuruluşlarıdır.

Dünyada kurumsal yatırımcılar incelendiğinde, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ile kurumsal yatırımlar arasında yakın bir ilişki göze çarpmaktadır. Bunun sebebi ise gelişmiş sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların sağladığı fonlar, işletmeler için önemli bir finans kaynağı oluştururken, gelişmekte olan ülke piyasalarında ise kurumsal yatırımcılar bu fonksiyonu tam olarak yerine getirememektedirler. Bunun ana sebebi kurumsal yatırımcıların gelir düzeylerinin gelişmekte olan ülkelerde daha düşük olmasıdır. Buna bağlı olarak tasarruf artışının yeterli düzeye ulaşamamaktadır. (Zor ve Aslanoğlu, 2000, s.185)

Kısaca özetlemek gerekirse kurumsal yatırımcıların ana ilkesi, uzmanlar tarafından hazırlanacak portföylere, küçük tasarruf sahiplerini ortak ederek onları kendi uzmanlık hizmetlerinden yararlandırmaktır.

### **3.1.1 Kurumsal Yatırımcıların İşlevi**

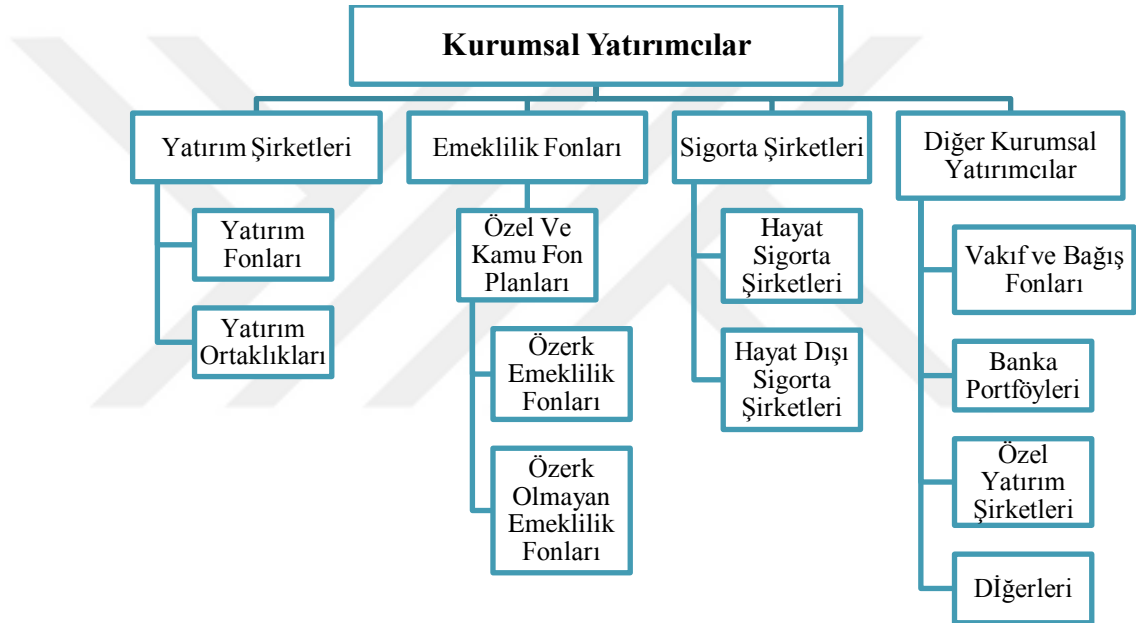
Daha önce de bahsettiğimiz gibi kurumsal yatırımcılar bireylerin tasarruflarını toplayarak verimli yatırımlara yönlendirmekte ve bu da ekonomik kalkınma sağlanmasında önemli rol oynamaktadır.

Kurumsal Yatırımcılar; malların, varlıkların ve hizmetlerin el değiştirmesini kolaylaştırarak likidite yaratmaktadır. Büyük ölçekli projelerinin finansmanını kolaylaştırmak için tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturulmasını sağlayarak mülkiyetin tabana yayılmasını sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar sayesinde kazanılan gelirden dolaylıda olsa küçük tasarruf sahipleri de kazanç sağlamakta bu da gelirin yeniden dağıtılmasına katkıda bulunmaktadır. Bunun dışında kurumsal yatırımcılar, ekonomik kaynakların sektörler arasında transfer edilmesine katkıda bulunmaktadır. Ayrıca risk yönetimi ve risk kontrolünün geliştirilmesine faydası bulunmakta ve asimetric bilgi sorununun çözülmesini

kolaylaştırmaktadırlar. Bu sebeplerle kurumsal yatırımcılar tüm dünyada sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir paya sahiptir.

Sonuç olarak kurumsal yatırımcıların temel işlevlerini özetlemek gerekirse bunlar; sermaye piyasalarında ki yatırım süreçlerini daha kolay hale getirmek, küçük tasarruf sahiplerinin daha az riskle daha çok getiri elde edebilmelerini sağlamak, uzun vadeli fon akışını sağlamak ve en önemlisi de sermaye piyasasının gelişmesini sağlayarak ekonomik alanda büyümeyi sağlamaktır.

### Şekil 2.1 Kurumsal Yatırımcıların Gruplandırılması



Kaynak: Erdoğan, Özer, 1998: 5.

### 3.2 Bireysel Yatırımcılar

Bireysel Yatırımcılar; gelirlerin tümünü kendi ihtiyaçlarına ayırmayıp, bir kısmını da ileride kendini güvence altına alabilmek için birikim ve yatırıma ayıran hane halkı ile işletmeler ve devlettir. (Yurtseven, 2007, s.32 )

Bireysel yatırımcılar iki şekilde yatırımlarını yönlendirirler. Bunlar parayı kendin yarat yöntemi ve parayı profesyonel yönetsin yöntemidir.

### 3.2.1 Paranı Kendin Yönet Yöntemi

Bu yöntemde yatırımcı kendi imkânlarını doğrultusunda analiz ve araştırmasını yapar. Bu doğrultuda danışmanlık şirketlerinden yatırım önerileri satın alır. Böylece portföyünde nelerin bulunacağına karar vermiş olur ve bu doğrultuda yatırımını gerçekleştirir. Bu yöntemin avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır.

Bireysel yatırımcıların “Paranı Kendin Yönet Yöntemi”ni kullandıklarında, bir başka sahip oldukları avantaj ve sakıncalar Tablo 3.1 de verilmektedir.

**Tablo 3.1 Bireysel Yatırımcıların Sahip Oldukları Avantaj ve Dezavantajlar**

Avantajlar	Dezavantajlar
Yatırımcı parasının hangi yatırım aracında olduğunu bilir	Araştırma yapma ve satın alma maliyeti yüksektir.
Yatırımın getirisi tamamı ile kendi kararının sonucudur	Araştırma yeterli olmayabilir.
Yatırımcı parasını yönetmekten haz alır.	Yönetilen para araştırma ve komisyon giderlerini karşılamak için yeterli büyüklükte olmayabilir
	Az sayıda araca yatırım yapılması nedeniyle risk yeterince dağıtılamayabilir
	Uzman yönetim eksikliği ve her bir yatırım aracı ile yeterince ilgilenememe söz konusudur.

Kaynak: <http://www.tkyd.org.tr/T/yatirimci.aspx>

### 3.2.2 Paranı Profesyonel Yönetsin Yöntemi

Bu yolda birey parasını bir sözleşme doğrultusunda portföy yöneticisine vermekte ve yöneticinin performansını değerlendirmektedir. Bu yöntemle parayı kendin yönet yönteminin dezavantajlarının büyük bir çoğunluğu ortadan kalkmaktadır. Fonları yöneten kişiler yatırım araçlarının araştırmasını ve analizlerini yapmakta, ekonominin yönünü tahmin etmekte ve portföyün içerisinde hangi yatırım aracından ne miktarda yer alması gerektiğine karar vermektedir. Tek bir yatırımcının ayırmış olduğu bütçenin çok daha fazlasını fonun tamamını

yönetmek için kullanılmaktadırlar ve alım-satım işlemlerinde ödemek zorunda oldukları komisyon oranı bireyinkinden daha düşük miktardadır.

Bu yöntemde devreye kurumsal yatırımcılar girmektedir. Daha önce de bahsedildiği üzere bu yöntem sayesinde birçok dezavantaj ortadan kalkar. Bu dezavantajların ortadan kaldırılmasını da kurumsal yatırımcılar sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar sağladıkları birçok avantaj ile bireysel yatırımcıların daha çok verim elde etmesini sağlamaktadırlar.

Bazı ülkelerde fon yönetim şirketleri yeteri kadar tanınmadığı için yatırımcılar genellikle parayı kendin yönet yöntemini tercih etmektedirler. Özellikle küçük yatırımcılar bu yüzden borsanın her dalgalanmasında zarar görmektedirler.

Bu nedenle, bilinçli bir yatırım için bireysel yatırımcıların fon yönetim şirketleri ile çalışmalarını kendileri için daha avantajlı bir seçenektir. Ayrıca, mevcut vergi mevzuatı fon yönetim şirketlerindeki yatırımlara vergisel avantajlar sağlamaktadır. (Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, <http://www.tkyd.org.tr/T/yatirimci.aspx>, 2014)

### **3.3 Kurumsal Yatırımcıların Bireysel Yatırımcılara Göre Avantajları**

Birçok açıdan kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre avantajı bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar ilk elden aldıkları menkul kıymetlerle, yatırım ortaklıkları veya yatırım fonları oluştururlar ve kendi menkul kıymetlerini piyasaya satarlar. Örnek olarak, fon katılma belgeleri ya da yatırım ortaklığı hisse senetleri verilebilir. Bu şekilde ki dolaylı menkul kıymetler, doğrudan haklar sağlayan birincil menkul kıymetlerden daha fazla ilgi çekmektedir. Özellikle çok fazla birikimi olmayan, az bir birikim sahibi olanlar için bu yol, hem daha kazançlı hem de daha az risk taşımaktadır. Kurumsal yatırımcıların sağladığı bu hizmet bireysel yatırımcılara birçok avantajı da beraberinde getirmektedir. (Yurtseven, 2007,s.38)

**Tablo 3.2 Bireysel ve Kurumsal Yatırımcıların Farklılıkları**

	<b>Bireysel Yatırımcılar</b>	<b>Kurumsal Yatırımcılar</b>
<b>Genel Davranış Tarzı</b>	Sürü Psikolojisi	Piyasayı Yönlendirici
<b>Yatırım Süresi</b>	Kısa	Uzun
<b>Risk Toleransı</b>	Az	Çok
<b>Kaynaklar</b>	Kendi İmkânları	Birikim Sahiplerinin Fonları
<b>Fon</b>	Düşük Tutar	Yüksek Tutar
<b>Bilgi Edinme ve Değerlendirme Olanığı</b>	Sınırlı	Yüksek
<b>Uzmanlık ve Uygunluk</b>	Uzmanlık ve deneyim yok. Yanlış seçim yapma olasılığı oldukça yüksek	Uzmanlık ve deneyim mevcut. Bu sebeple uygun seçim var
<b>Çeşitlendirme</b>	Riski dağıtarak azaltma yapılamaz.	Riski dağıtarak azaltılabilir.
<b>Bölünebilirlik ve Esneklik</b>	Birincil menkul kıymetleri halka arz edenler için zorluk var	Birincil menkul Kıymetleri halka arz edenler için kolaylık var

Kaynak: Yurtseven'den uyarlandı.

Tablo 3.2'de belirtildiği gibi bireysel yatırımcılar sürü psikoloji ile hareket ederken, kurumsal yatırımcıların davranışlarının piyasayı yönlendirici şekilde olduğu görülmektedir. Bireysel Yatırımcılar duydukları bilgiye inanarak diğer yatırımcıların davranışlarına göre hareket edebilirler ki bu da onlara dezavantaj sağlamaktadır. Diğer yandan kurumsal yatırımcılar bilgiye kaynağından ulaşabildiği için sürü psikolojisiyle hareket etmezler ve piyasada istikrar sağlamaktadırlar. Bir diğer farklılık ise bu iki yatırımcı arasındaki risk toleransıdır. Bireysel yatırımcıların risk düzeyi kurumsal yatırımcılara göre daha düşük olduğu düşünülmektedir. Bireysel yatırımcılar bilgiye kendi imkânları doğrultusunda ulaşabilmekte, oysaki kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılardan topladıkları bilgi birikimlerini bir araya getirerek, kendilerine kaynak yaratmaktadırlar. Bununla beraber kurumsal yatırımcıların bilgiye ulaşmaları daha kolay olabilmektedir. Ayrıca kurumsal yatırımcılar daha çok işlem yapabildikleri için işlem maliyetleri bireysel yatırımcılara göre daha düşüktür ve bireysel yatırımcıların elde edemediği ölçek ekonomisinden yararlanmaktadırlar.

Kurumsal yatırımcılar bilgiye daha kolay yollardan ulaşabilmekte hem de daha ucuz maliyette elde etme avantajına sahip olabilmektedirler. Ayrıca ulaştıkları bilgileri de saklı tutabilme hakkına sahiptirler. Bireysel yatırımcıların ise bu bilgilere ulaşmaları daha zor veya imkânsızdır. Yatırım süresi de bireysel yatırımcılar için daha kısadır. Bireysel yatırımcıların az miktardaki yatırımlarını bir havuzda toplayan kurumsal yatırımcılar, birincil menkul kıymetleri satın almaktadırlar. Bunun karşılığında ise bireysel yatırımcıların almak istedikleri büyüklükte ikincil menkul kıymetleri arz etmektedirler. Bireysel yatırımcıların elinde çok fazla fon bulunmadığı için risk çeşitlendirmesi yapmaları zordur. Oysaki kurumsal yatırımcılar birçok fon toplamakta ve çok çeşitli birincil menkul kıymetlere yatırım yaparak riski çeşitlendirmektedirler. Kurumsal yatırımcılar portföylerinde ki menkul kıymetlerin miktarlarıyla oynayarak riski azaltabilmektedirler. Yani bireysel yatırımcının sahip olamayacağı bir risk çeşitlendirmesi sağlamış olurlar. Kurumsal Yatırımcıların birikim sahiplerinin isteklerini yerine getirebilecek uygun menkul kıymet seçiminde uzman oldukları düşünülmektedir. Diğer taraftan bireysel yatırımcılar uygun yatırım alternatiflerini seçmek için danışmanlık ücreti ödeyerek kendilerine uygun risk-getiri profiline sahip bir portföy oluşturabilirler. İşte bu noktada yukarıda bahsedilen yatırım üstünlüklerine sahip kurumsal yatırımcılar devreye girerek, bireysel yatırımcıların kendi profesyonel fon yönetiminden yararlanmasını sağlamaktadırlar.

### **3.4 Yabancı Yatırımcılar**

Son yıllarda yabancı sermayenin, ekonomik büyümenin anahtarlarından biri olduğu düşünülmektedir. Globalleşen dünyamızda ekonomik serbestleşme uluslar arası yatırımların önemini ve hacmini oldukça arttırmıştır. (Umutlu, Akdeniz ve Salih; 2013) Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler için yabancı yatırımcılar dış kaynak ihtiyaçlarının karşılanması için gerekli bir unsurdur. Özellikle ekonomik büyümeyi sağlamak için ihtiyaç duyulan sermayenin sağlanmasında zorluk çeken gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermaye daha da önemli bir rol üstlenmektedir.(Kandır, 2004, s.200) Yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerde tasarruf açığının, dolayısıyla da sermaye açığının giderilmesinde önemli bir etkisi vardır. Sermaye hareketleri iki şekilde olmaktadır. Birincisi doğrudan

yabancı sermaye girişi diğeri ise uluslararası portföy yatırımları biçiminde gerçekleşmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı bir şirketin üretimini, kurulu olduğu ülkenin sınırları dışına yayarak ana merkezi dışındaki ülkeler de üretim tesisi kurarak veya mevcut üretim tesislerini satın alarak şekillenmektedir..

Yabancı portföy yatırımları (YPY) ise yabancı tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin satın alınması şeklinde olan dolaylı yabancı sermaye yatırımlarıdır.

Portföy yatırımlarında yabancı yatırımcının sermayesinden başka bir katkısı yoktur. (Çatıkkaş ve Okur, 2008, s.162-163) Yabancı portföy yatırımlarının en belirgin özelliği ise yatırım yapan kişi veya kurumun sermaye kazancı elde etmeyi hedeflemesidir. Piyasalara yabancı sermaye girişi o ülkenin piyasaları açısından canlandırıcı bir etkiye sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu özellik daha da büyük önem taşımaktadır. Sermaye piyasalarında portföy yatırımlarının payının artması dünya ekonomisinin işleyişinde yaşanan ekonomik krizlerin dinamiklerini de değiştirmiştir.(Kaya, 2011,s.86) Kriz dönemlerinde yabancı yatırımcıların etkileri olumsuz olabilmektedir. Yabancı yatırımcılar kriz dönemlerinde buldukları piyasadaki hızlı bir çıkış gerçekleştirmektedirler ve bu da o ülke açısından krizin daha da yıkıcı bir duruma gelmesini sağlayabilmektedir. Uluslararası piyasalarda yaşanan ekonomik krizlerin finansal sebeplerden oluşu, genel olarak uluslararası sermaye akımlarına, özel olarak da portföy yatırımlarına dikkat çekmiştir. (Başoğlu, 2000; Kaya'dan 2011, s.87)

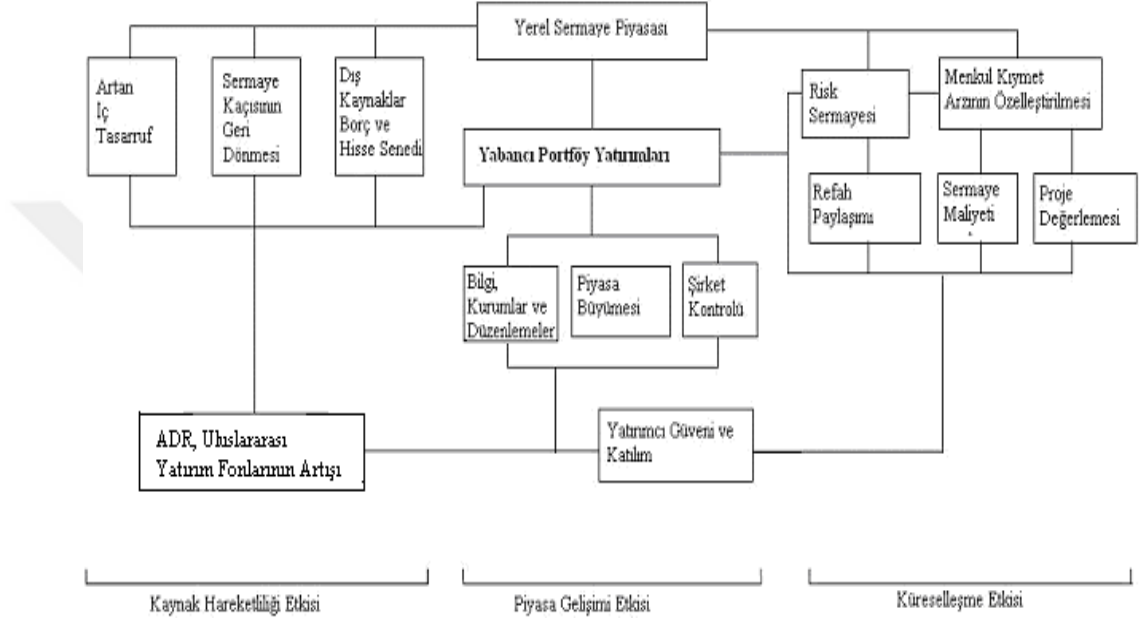
Bir yatırımcının temel olarak düşündüğü tek şey getirisini en yüksek seviyeye taşımaktır fakat portföy yatırımlarında göz önünde bulundurulması gereken bir diğer faktör ise getiriye maksimize etmeye çalışırken riski de minimum düzeyde tutabilmektir. Bu sebeptendir ki birçok yabancı yatırımcı risk düzeyini azaltabilmek için çeşitlendirme yoluna gitmektedir. Örneğin hisse senedi yatırımlarında, şirketlerin yönetimi, makro ekonomik konjonktürden etkilenme şiddeti önemlidir. Enflasyondan etkilenmek istemeyen bir yatırımcı, devlet tahvillerinden uzak durmayı tercih ederken, likiditeye önem veren bir yatırımcı en fazla işlem gören hisse senetlerine yönelme eğiliminde bulunacaktır. (Sarılı, 2010, s.65)

Birçok gelişmekte olan ülke 1980'lerin sonlarından beri yabancı sermaye çekebilmek için sermaye piyasalarındaki kontrollerini azaltmaya devam

etmektedir. Sermaye kontrolündeki bu rahatlatma ise yeni dış finansal kaynakların ve yabancı portföy yatırımlarının girişini kolaylaştırmıştır. (Errunza, 2001; Kaya'dan 2011, s.84)

Şekil 3.2'de YPY'nin üç temel etkisi olan piyasa gelişimi, kaynak hareketliliği ve küreselleşme etkileri şema olarak gösterilmiştir.

**Şekil 3.2 Yabancı Portföy Yatırımlarının Rolü**



Kaynak: Kaya, A. (2011)

Yabancı portföy yatırımlarının sermaye piyasalarına girmesi hem bazı faydaların oluşmasını sağlamakta hem de bazı sakıncaları da beraberinde getirmektedir.

### 3.4.1 Yabancı Yatırımcıların Sermaye Piyasasına Faydaları

Yabancı Portföy yatırımları, yatırımcılara farklı ülkelerde daha farklı pozisyonlarda ve farklı şirketlere yatırım yapma olanağı sunmaktadır. Bu şekilde yatırımcı portföy çeşitlendirmesi yaparak hem riskini hem de getirisini farklılaştırabilme imkanı bulmaktadır.

Yabancı yatırımcıların sermaye piyasasına girmesiyle beraber piyasada ki likidite artmakta ve bununla beraber risk paylaşımı da artmaktadır. Piyasa yatırımcıları daha çok alana yayılmaktadırlar. Uzun vadede piyasaya etkisi ise



oyunaklılığın azalması olarak değerlendirilmektedir. Piyasa etkinliği artarken oyunaklılığı da azalmaktadır. Piyasalarda ki bilgi akışı kalitesi üzerinde de etkisi büyük olmaktadır. Piyasa düzenleyicilerinden kural ve düzenlemelerin daha da iyileştirilmesinin talep edilmesi sayesinde bilgi akışı daha nitelikli olmaktadır. Bununla beraber daha geçişken piyasaların oluşmasıyla beraber kaynakların da daha iyi kullanılması ve dağıtılması gerçekleşmekte ve bu şekilde daha sağlıklı piyasalar oluşmaktadır. (Adabag ve Ornelas, 2004; Elmas'dan, 2010, s.3)

### **3.4.2 Yabancı Yatırımcıların Sermaye Piyasasına Zararları**

Doğrudan yapılan yatırımlara göre yabancı portföy yatırımcıları daha hızlı bir şekilde gelir sağlama arzusundaırlar. Bu durumun bir sonucu olarak piyasaya ani giriş ve çıkışlar gerçekleşir. Bu yapılan ani alım ve satımlar piyasayı olumsuz şekilde etkilemektedir. Zaman zamanda yabancı yatırımcılar piyasada ki istikrarı bozmaktadırlar. Diğer yandan genellikle gelişmekte olan piyasalarda bu tarz yatırımların işlem hacimleri oldukça yüksektir. Buda fiyatlar üzerinde baskıya sebebiyet vermektedir. Oluşan fiyat baskısı, geçici piyasa etkinsizliklerine neden olabildiği gibi, aynı zamanda piyasanın istikrarsızlık nedeni olarak gösterilen pozitif geri besleme ticareti ve herding davranışları ile de ilişkilendirilebilmektedir. (Adabag ve Ornelas, 2004; Elmas'dan, 2010, s.3 )

### **3.4.3 Yabancı Portföy Yatırımlarının Uzun Süreli Olmasını Etkileyen Faktörler**

Yurtiçi ve yurtdışındaki birçok etken Portföy yatırımlarının artmasına veya azalmasına neden olmaktadır. Yabancı yatırımcılar öncelikle kendilerinin güvende olması ile ilgilenmektedirler. Kendi sermayelerinin güvende olması ve elde edecekleri getiri en önemli iki unsurdur. Portföy yatırımları diğer yabancı yatırımlara göre daha karmaşıktır bunun sebebi de ülkeler arasında çok hızlı hareket edebiliyor olmasıdır. Özellikle portföy yatırımları bir ülkenin makro ekonomik göstergelerine daha fazla bağlıdır. Bu sebeple portföy yatırımlarının bir ülkede uzun süre kalabilmesi; döviz kurlarının istikrarlı olması, ülkedeki genel makro ekonomik istikrar, ekonomik büyüme oranı, faiz oranlarının istikrarlı olması, tahvil ve hisse senedi piyasasındaki likidite durumu, yabancı döviz rezerv düzeylerinin Merkez Bankası tarafından kontrolü, yabancı bankacılık sistemi gibi

birçok etkene bağlıdır. Bunun dışında portföy yatırımcıları aynı zamanda o ülkedeki ekonomik göstergeler dışında ekonomik politikaya da bakmaktadır. Bunlar; hisse senedi ve tahvil piyasalarının düzenlenmesi, sağlanan getiriden alınan vergiler, temettü ve sermaye iade kolaylığı, muhasebe ve şirketlerin bilgilendirme sistemlerinin kalitesi, uyumsuzluğu halletme sisteminin hızı ve güvenilirliği, yatırımcı haklarının korunma derecesidir. (Globalization101, 2014)

#### **3.4.4 Yabancı Yatırımcıların Ülke Ekonomisine Etkileri**

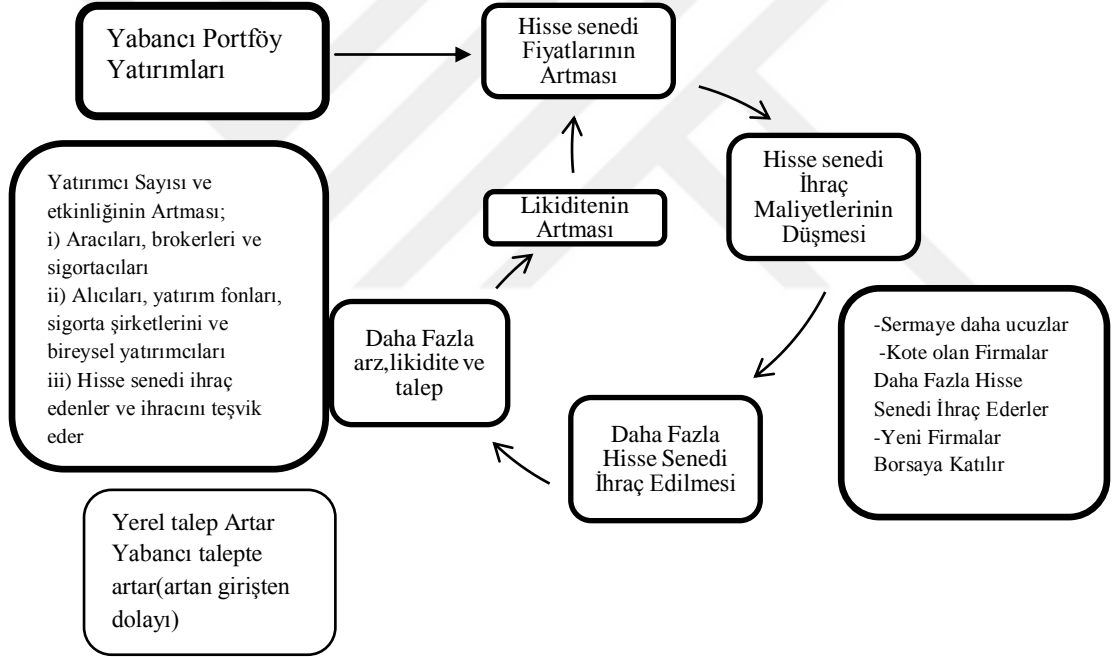
Bir ülkenin gelişebilmesi beşeri kaynaklarına, sermayesine, doğal kaynaklarına ve teknoloji alanında yaptığı gelişmelere bağlıdır. Beşeri ve doğal kaynaklar ülkenin kendi faktörleridir. Oysaki teknolojik gelişmeler ve sermayesi daha sonradan temin edebildiği faktörlerdendir. Eğer bu ikisi yeteri kadar geliştirilemiyorsa ve temin edilemiyorsa uluslararası piyasalardan sağlanabilmektedir. Sermayenin sınırlı olması durumunda yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesi ile temin edilebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine yabancı kaynak akışı, sermaye maliyetlerini azaltıcı, yatırımları artırıcı ve kaynaklarının verimli kullanılmasını sağlayıcı bir etki sağlamaktadır. (Açıklım ve Ünal,2007; Kaya'dan 2011,s.88) Ekonomik büyüme için sermaye gereklidir ve sermaye sağlamakta zorlanan ülkeler için de yabancı yatırımcılar oldukça önemlidir. Portföy yatırımlarında yatırımcının ülkeye sermaye katkısı olmaktadır. Bu şekilde yabancı yatırımcılar önemli bir finansman imkanı sağlayarak hem ülkeye girişlerinde, hem de yatırımlarından sağladığı getirileri tekrar yatırıma dönüştürerek, ülkenin sermayesine katkıda bulunabilmektedir.

Genel olarak yabancı portföy yatırımlarının üç şekilde reel sektöre fayda ettiği kabul edilmektedir. Bunlardan birincisi yabancı portföy yatırımlarının sermaye akımı, gelişmekte olan bir ülkeye yabancı yatırımın borçsuz kredi kaynaklarını sağlamasıdır. (Kaya, 2011, s.89) Bu şekilde sermayesi sınırlı olan ülkelerde yabancı portföy yatırımları sayesinde döviz sağlanmış olur ve buna bağlı olarak ithalatta artış gerçekleşebilmektedir. İkinci faydası ise sermaye akımının artmasını sağlamaktır. Sermaye fazlası olan ülkeden sermayesi az olan ülkelere finansal kaynak akışı gerçekleşebilmektedir. Yabancı portföy yatırımlarının en önemli ve üçüncü faydası da yerel menkul kıymet fiyatlarında yukarı yönlü bir hareket sağlamasıdır. Bu şekilde yerel sermaye piyasalarını da

etkilemiş olmaktadır. Bu fayda sayesinde maliyetler azalır ve daha fazla fiyat/kazanç oranına sahip olmasına yol açar. Bu da daha fazla yatırım yapılmasını sağlamaktadır. Düşük sermaye maliyeti ve menkul kıymetler piyasasına olan talep hisse senedi ihracının gerçekleşmesine sebebiyet verebilmektedir. Bir nevi yatırımcıyı cesaretlendirebilir. Daha fazla hisse senedi ihraç edilmesi ise daha fazla arz, likidite ve talep demektir. Fakat bu yatırımlar her zaman özel sektördeki reel yatırımlarda artış sağlayacak anlamına gelmez. Yeni ihraç edilen hisse senetlerinin satın alınması ikincil piyasalarda daha basittir.

Şekil 3.3'de Yabancı Yatırımların menkul kıymetler piyasaları yoluyla ülke ekonomisini nasıl etkileyebileceği şekil olarak gösterilmiştir. (Pal, 2006)

**Şekil 3.3 Yabancı Yatırımların Yerel Birincil ve İkincil Piyasalara Katkısı**



Kaynak: Pal. (2006),4.

## 4. BÖLÜM KORE PİYASASI

Sermaye piyasaları serbest piyasa ekonomisinde girişimcilere uzun vadeli fon sağlayarak ekonomik kalkınmayı desteklemektedir. Ekonomik gelişiminin gerçekleşebilmesi ve sağlam temeller üzerine oturtulabilmesi için de sermaye piyasalarının geliştirilmesi gerekmektedir. İşte bu noktada Kore sermaye piyasasının gelişimi ile beraber ekonomik gelişimini de başarıyla gerçekleştiren ülkelerden bir tanesidir. Bu bölümde Kore Ekonomisinin gelişimi ve Kore'nin Sermaye Piyasası hakkında kısaca bilgi verilecektir.

### 4.1 Kore Ekonomisinin Gelişimi

1960 yıllarına kadar Kore az gelişmiş bir tarım ülkesiyken birçok kalkınma stratejisi ve ihracatı ön planda tutması ile beraber modern ve sanayisi gelişmiş bir ülke olmuştur. 1953-55 ile 1960-62 yılları arasında ortalama GSYİH büyümesi % 4.5 olarak bilinmektedir. Örneğin 30 yıldan fazla bir süre içerisinde yıllık ortalama %8 gibi bir büyüme hızı ile 1961' deki GSYİH'sini 2,1 milyar \$'dan 1996 yılında 520 milyar \$'a çıkarmıştır. Aynı dönemde kişi başı GSMH da 82 \$'dan 11,380 \$'a yükselmiştir. (TSPAKB, 2004, s.1-3) Kıt doğal kaynakları ve yerel piyasasına rağmen eğitilmiş işgücü sayesinde hızlı bir ekonomik büyüme sağlamakta ve bu hızlı ekonomik kalkınması ile birçok ülkeye model teşkil etmektedir. Buna rağmen 1997 yılı sonu 1998 yılının başlarında dikkate almadığı zayıflıkları nedeniyle iç ve dış faktörlerinde etkisiyle kur krizi sorunu yaşamışlardır. Yaşadıkları bu finansal krizin esas sebebi döviz rezervlerinin azalması olarak görülse de temeli geçmişe dayalı yapısal zayıflıklarına dayanmaktadır. 1997 yılında Kore'nin döviz likiditesi oldukça azalmış ve aynı yılın sonlarına doğru borçlarını ödeyemez duruma gelmiştir. Standby kredileri için IMF ye başvurmuşlardır.

1997'nin Ekim ayında döviz rezervleri 22,3 milyar \$ iken Kasım ayında bu miktar 7,3 milyar \$ a kadar inmiştir. Bu da yabancı yatırımcıları ürkütmüş ve çekilmelerine sebep olmuştur. Bu aylar içinde ülkeden 1,9 milyar \$ sıcak para çıkışı gerçekleşmiştir. Bu yüzden Won hızla değer kaybetmiş ve ülkeyi bir krizin içine sürüklemiştir. Kriz dönemine kadar olan beş yıl içerisinde Won istikrarlı bir yapı göstermiş, kriz döneminde yaşadığı değer kaybından sonra ancak 1999

yılında dolar karşısında değer kazanmaya başlamıştır. Yine bu kriz dönemi içerisinde Kore, IMF ve diğer uluslararası kuruluşlarla finansal yardım paketi için anlaşma yapmıştır. Bu paket sayesinde hükümet finans sektörü, işgücü, özel sektör gibi birçok alanda reformlar yapmayı ve makro ekonomik dengeyi sağlama ve sermaye piyasasını liberalleştirme konusunda taahhüt vermiştir. Fakat karşılaştıkları finansal güçlükleri de atlatabilmişlerdir. Kriz sonrası beklenenden daha hızla kendilerini toparlamışlardır. Düzenli cari işlemler fazlası, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde döviz rezervi 2002 yılının sonunda 121 milyar \$ civarına ulaşmıştır. Kriz yüzünden düşen Kore Borsası (KSE) endeksi direnç noktasını kırarak 1994 yılından beri görülmeyen rekorunu kırmıştır. (TSPA KB, 2004, s.5-7)

Etkileri 2007 yılında global piyasalarda görülmeye başlanan Global Ekonomik krizi aşabilmeyi hedef alan Kore hükümeti, vadeli gelişimin güçlendirilmesi ve ekonominin desteklenmesi için sürekli çaba sarf etmiştir. Hükümet, ekonomik gelişmeyi sürdürebilmek için makro ekonomi siyasetini esnek yöntemle kontrol etmektedir. Bununla beraber yurtiçi ve yurtdışında oluşabilecek endişeleri izleyerek tekrardan oluşmasını önleyecek kararlar almaktadır. Finans oranı ekonomik buhrandan öncesi seviyesine düştüğü için hükümet istihdam ve hizmet alanında gelişme planı oluşturup işyerlerinin oluşmasına destek sağlayarak yalnız kısa vadede istihdam sağlayan işyerleri değil aynı zamanda uzun vadede istihdam sağlayan işyerlerini de oluşturmaya çaba sarf etmektedir. Ayrıca düşük gelir seviyesindeki insanların desteklemek adına da birçok iş gerçekleştirmektedir. (Kore Gerçeği, 2011 s.208-230) Hükümetin yaptığı bu siyasetle Kore ekonomik alanda oldukça gelişme göstermiş, ekonomisi 2010 yılında yaklaşık %6 seviyesinde bir artış olmuştur ve daha sonraki yıllarda bu artış etkisini göstermiştir. Kore'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasılası (GSYİH) 2012 de %2,3 iken 2013 yılının sonunda %3'e yükselmiştir. Bununla beraber Gayri Safi Milli Gelirde ise yaklaşık %1,3 lük bir artış gerçekleşmiştir. Kore yıllar içerisinde rekabet gücünü de arttırarak ihracatını da oldukça arttırmıştır. Bununla beraber 1990 yılından beridir %10 un üzerinde enflasyon oranı ile karşılaşmayan Kore kriz yılında (1998) bile %7.5lik bir enflasyon oranına sahip olmuştur. Tablo 4' de Kore'nin ekonomik büyüme oranları gösterilmektedir.

**Tablo 4.1 Kore Ekonomisinin Büyüme Oranları**

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Döviz Rezervleri (milyar \$)</b>	327	347
<b>GSYİH Büyüme Oranı %</b>	2.3	3.0
<b>Gayri Safi Milli Gelir %</b>	2.7	4.0
<b>İstihdam Oranı %</b>	59.4	59.5
<b>Tüketici Fiyat Enflasyonu %</b>	2.2	1.3
<b>Cari Hesap (milyar \$)</b>	48.1	70.7
<b>Döviz Kuru- \$/Won</b>	1,071	1.055
<b>Döviz Kuru- Won/100Yen</b>	1.238	1.002

Kaynak: The Bank of Korea

## **4.2 Kore Sermaye Piyasası**

### **4.2.1 Tarihçe**

Kore sermaye piyasasının kısaca tarihinden bahsedecek olursak ilk kamu katılım payı senetlerini 19. yüzyılda ihraç etmişlerdir. 20. yüzyıl başlarında ise Japon etkisinin de artmasıyla Japon aracı kurumu Spot Piyasa Aracı Kurumları Birliğini kurmuşlardır. Bu da ilk organize piyasayı oluşturmalarına öncülük etmiştir. Asya savaşının olduğu dönemde ise Japon krallık hükümeti Chosun Menkul Kıymet Sektörü Gözetim Kanununu çıkartarak Kore piyasasını düzenlemiştir. İkinci dünya savaşından sonra ise Amerika Chosun borsasını kapatmıştır. 3 Mart 1956 yılında Kore borsasının ilk hali olan Daehan Borsası kurulmuştur. İlk borsada özellikle devlet tahvilleri işlem görmüştür. 1958 yılında çıkan bir yasa sayesinde vergi reformlarını ve temettü politikalarını menkul kıymetlere değer katacak şekilde geliştirmişlerdir. 1962 yılında ise Daehan Borsası kar amaçlı bir anonim şirketine dönüştürülmüştür. 1963 yılında ise Maliye Bakanlığı Kore borsasını üç ay kapatmış ve KSE'yi kar amacı gütmeyen bir yapıya çevirmiş bununla beraber yöneticilerini de kendisi belirlemiştir. Menkul kıymet finansmanı ve takas işlemlerini de Kore Menkul Kıymet Finansmanı şirketine devretmiştir. Daehan Borsasının ismi de bugünkü adı olan Kore Borsası (KSE) olarak değiştirilmiştir. 1974 yılında Kore Borsası, Kore Takas ve Saklama Merkezi'ni (KSD), 1977 yılında ise Kore Menkul Kıymetler Bilgi İşlem Şirketi'ni (KOSCOM)

kurulmuştur. Bunlara ek olarak yine aynı yılda Kore Yatırım Ortaklığı şirketi kurulmuştur. Bu şirketin amacı ise çeşitli yatırım fonlarını yönetmektir. 1979 yılında uluslararası Borsalar Federasyonuna üye olmuştur. 1980'lerde repo işlemleri başlamıştır. 1984 yılında ise Kore fonu New York Menkul Kıymetler borsasına ve yabancıların Kore sermaye piyasasına ilk defa dolaylı yatırım aracı olmuştur. 1988 ise KSE özelleştirilmiştir.1992 yılında Kore borsasında yabancı yatırımcıların direk olarak yatırım yapmalarına izin verilmiştir ve bu izinler zamanla esnetilmiş 1998 yılına gelindiğinde ise yabancı yatırımları tamamen liberalleştirilmiştir.1994 yılında ise KSE hisse senetlerinde vadeli işlemleri başlatmıştır. Yine aynı sene içerisinde KOSDAQ borsası kurulmuştur. Bir sene sonra ise opsiyon sözleşmelerine izin verilmiştir. Finansal Denetleme Komisyonu ise 1998'de kurulmuştur. Kriz atlatıldıktan sonra 2002 yılına gelindiğinde ise Kore Borsasında Repo Piyasası faaliyete geçmiştir. Bununla beraber tezgâh üstü piyasalarda türev işlemler yapılmasına ve fon ihracına da aynı yıl içerisinde izin verilmiştir. 2005 yılında KRX 100 yayınlanmaya başlanmıştır. 2007 gelindiğinde ise ilk defa yabancı şirketler ve EFT kotelenmiştir. Son yıllardaki gelişmelere bakıldığında ise öne çıkanlar KONEX marketinin yayınlanması ve Petrol ticaret piyasasının oluşmasıdır. Bunlara ek olarak geçtiğimiz 2014 yılında ise KRX altın piyasası oluşmuştur. (The Bank of Korea, 2014)

#### **4.2.2 Kore Borsası (KRX)**

Kore Borsasının başlıca görevleri menkul kıymet piyasasının düzenli işleyişini sağlamak, üyeleri denetlemek ve onlara hizmet vermektir. Kore Borsası; Kore Hisse Senetleri ve Vadeli İşlemler Yasası'nın altında var olan Üç Kore Döviz ve Vadeli İşlemlerin Entegrasyonundan oluşmaktadır. Bu üç işlemler; Kore Menkul Kıymetler Borsası, Kore Vadeli İşlemler Borsası ve KOSDAQ'tır. Menkul değerler ve vadeli işlemler piyasasının daha önce kullandığı poliçeler şimdi KRX'in iş bölümleri olan; Borsa Bölümü, KOSDAQ Piyasa Bölümü ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası tarafından yürütülmektedir. 31 Aralık 2007'den itibaren Kore Borsası'na 1757 şirket kayıtlı olup 1,1 trilyon \$ piyasa değerindedir. Kore Borsası cumartesi ve pazar günleri ile borsa tarafından önceden ilan edilmiş tatil günleri dışında, alım-satım oturumları 09.00 ile 15.00 saatleri arasında gerçekleşmektedir.

#### **4.2.2.1 KRX'in Alım-Satım Enstrümanları**

Menkul Kıymetler Piyasası Bölümünde hisse senetleri, Tahvilleri Borsa Alım-Satım Fonları (ETFs) ve Gayrimenkul Yatırım Kredileri (REITs) işlem görmektedir. Bunun dışında KOSDAQ Piyasası Bölümünde ise sadece hisse senetleri işlem görmektedir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Bölümünde ise endeks Araçları; KOSPI200 Endeks Vadeli İşlemleri, KOSTAR Vadeli İşlemler, KOSPI200 Opsiyonlarıdır. 15 tercihli hisse senetlerinde Sınırlı Hisse Senedi Vadeli İşlemler ve 30 alternatif tercihli hisse senetlerinde Sermaye Opsiyonları gerçekleştirilebilmektedir. Yine aynı bölümde Faiz Oranı Araçları ise 3-Yıllık KTB Vadeli İşlemler, 5-Yıllık KTB Vadeli İşlemler, 3-Yıllık KTB Vadeli İşlemler Opsiyonları ve MSB Vadeli İşlemleridir. Kambiyo Araçları (FX): USD/KRW Vadeli İşlemleri, JPY/KRW Vadeli İşlemleri, EUR/KRW Vadeli İşlemleri, USD/KRW Opsiyonları ve son olarak Emtia Araçları da Altın Vadeli İşlemleri, Yağsız Domuz Eti Vadeli İşlemlerinden oluşmaktadır. (Kore Borsası, 2014 )

#### **4.2.3 Kore Piyasasında Yatırımcı Grupları**

Daha öncede bahsettiğimiz üzere yabancı yatırımcılar geldikleri ülkeye sermaye girişi sağladıkları için o ülkenin piyasası açısından canlandırıcı bir etkiye sahiptir. Bu özelliği ile ülkeler için oldukça önem taşımaktadır. Kore hem ekonomisi hem de sermaye piyasasını aynı anda ve beraber idare ederek ikisinin de büyümesini daha hızlı şekilde sağlamış ve istikrar sağlayabilmiştir.

Devletin sağladığı teşvikler sayesinde hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıları sermaye piyasasına yönlendirmiştir. Bununla beraber reel sektörü de sermaye piyasasından fon sağlamaya teşvik etmiştir. Bu şekilde yaygın bir sermaye piyasası kültürünün oluşmasını sağlamıştır. Yatırımcılar ve fon talep edenler zamanla kendilerini geliştirmiş ve daha karmaşık araçları kullanmayı talep etmeye başlamışlardır. Dolayısıyla, piyasanın genişliğini ve derinliğini artırmışlardır. Tabi ki bu da yatırımcıların risklerini daha kolay yönetebilmelerini sağlamaktadır. Sonuç olarak hem piyasanın hem de ekonominin büyümesine yansımaktadır.

Kore piyasasında gelişmiş özel borçlanma ve türev piyasaları, yüksek on-line işlem hacmi, ürün çeşitliliğinin olması ve güçlü ve yenilikçi sermaye



kurumların olması kurumsal, bireysel, yabancı yatırımcı sınıfları gibi yatırımcı gruplarının ilgisini çekmektedir.

#### 4.2.3.1 Kore Piyasasında Yabancı Yatırımcılar

Aşağıdaki Tablo 4.2’de Kore’nin gerçekleştirdiği yabancı portföy yatırımlarını detaylı bir şekilde sergilenmektedir.

**Tablo 4.2 Kore’nin Gerçekleştirdiği Yabancı Portföy Yatırımları ( İlk 5 Ülke)**

Toplam (Milyon Dolar)			Hisse Senedi			Toplam Tahvil		
<b>ABD</b>	62,726	%37	<b>ABD</b>	49,534	%40	<b>ABD</b>	13,193	%29
<b>İngiltere</b>	12,136	%7	<b>Lüksemburg</b>	7,978	%6	<b>Fransa</b>	5,704	%12
<b>Fransa</b>	8,608	%5	<b>Çin</b>	7,425	%6	<b>İngiltere</b>	4,774	%10
<b>Lüksemburg</b>	8,202	%5	<b>İngiltere</b>	7,362	%6	<b>Brezilya</b>	4,754	%10
<b>Çin – Hong Kong</b>	8,030	%5	<b>Japonya</b>	6,719	%5	<b>Cayman Adaları</b>	2,345	%5
<b>Dünya</b>	169,233	%100	<b>Dünya</b>	123,376	%100	<b>Dünya</b>	45,857	%100

Kaynak: <http://cpis.imf.org>

Tabloda görüldüğü gibi Kore toplam yabancı portföy yatırımında en çok ABD’yi tercih etmektedir. Bunun sebebi ise ABD piyasasının daha fazla gelişmiş olması ve işlem hacminin diğer ülkelere göre daha fazla olmasıdır. Kore hem hisse senedi hem de tahvil işlemleri için ABD’yi tercih etmektedir. Fakat toplam yatırımlara bakıldığında Kore’nin ikinci olarak İngiltere’yi tercih ettiği görülmektedir ancak ABD’de olduğu gibi her iki işlem içinde İngiltere tercih edilmemiştir. Kore’nin hisse senedi yatırımlarında ikinci olarak Lüksemburg’u tercih etmiş olup, tahvil piyasasında ise ikinci sonrada Fransa tercih edilmiştir. Toplam yapılan yatırımlar incelendiğinde ise Kore 169,233 milyon \$ yatırım gerçekleştirmiştir ve bunun yaklaşık 63 milyon dolarını ABD’ye yapmıştır. Yine aynı şekilde toplamda 123 milyon \$ hisse senedi ve 45 milyon \$ tahvil yatırımı gerçekleştirmiştir.

2011 yılına bakıldığında dünyada toplam hisse senedi yatırımı 14,399,686 milyon dolardır ve bu yatırımın 242 milyonu Kore ye yapılmıştır. Amerika ve İngiltere Kore’ye en çok hisse senedi yatırımı yapan ülkelerdir. Tablo 4.3 de

hangi ülkelerin hisse senedi yatırımı yapmak için Kore'yi seçtikleri, Tablo 4.4 de ise Dünyada ve Kore'de yapılan toplam hisse senedi yatırımları verilmiştir. Özellikle, Amerika, İngiltere, Lüksemburg, Kanada ve Singapur Kore ye en çok yatırım yapan ülkeler arasında yer almaktadır. Birçok ülkenin yatırım için Kore'yi seçmesinin nedenleri olarak Kore piyasasının yüksek işlem hacmine sahip olması, ürün çeşitliliğinin olması ve oldukça güçlü ve yenilikçi sermaye kurumlarına sahip olması gösterilebilir.

**Tablo 4.3 Kore'ye Yapılan Hisse Senedi Yatırımları - Aralık 2011**

Yatırım Yapan Ülkeler	Miktar- Milyon Dolar	Dünya Toplam
Avustralya	4,192	290,426
Avusturya	242	73,067
Belçika	264	194,486
Kanada	8,033	578,585
Kayman Adaları	5	1,670
Şili	43	76,662
Çin-Hong Kong	1,057	478,924
Danimarka	1,545	129,288
Finlandiya	364	111,386
Fransa	3,822	505,401
Almanya	2,636	647,170
Hindistan	25	1,152
İrlanda	10,374	563,101
İtalya	783	409,394
Japonya	4,685	665,849
Lüksemburg	22,198	1,040,195
Malezya	355	26,562
Hollanda	7,021	605,552
Norveç	6,855	400,423
Singapur	15,209	306,545
İspanya	135	100,685
İsveç	2,012	295,771
İsviçre	2,111	425,986
İngiltere	30,562	1,049,435
Amerika	116,656	4,501,433

Kaynak : CPIS

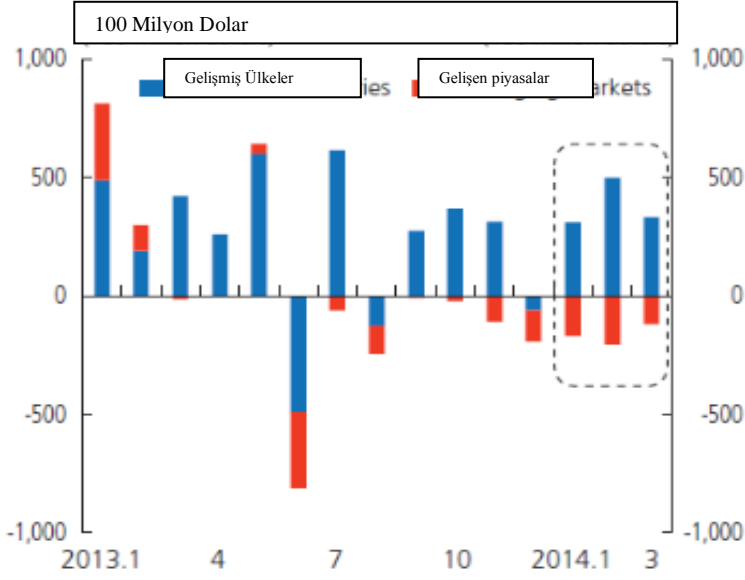
**Tablo 4.4 Toplam Hisse Senedi Yatırımları**

Dünyada Yapılan Toplam Hisse Senedi Yatırımları – Aralık 2011	Kore'ye Yapılan Toplam Hisse Senedi Yatırımları – Aralık 2011
14,399,686 milyon \$	242,099 milyon \$

Kaynak : CPIS

Aşağıda Şekil 4.1 ve Şekil 4.2 de 2013 ve 2014 yıllarında Kore Menkul Kıymetler piyasasındaki Fon akışını ve Net Yabancı Portföy yatırımları verilmiştir.

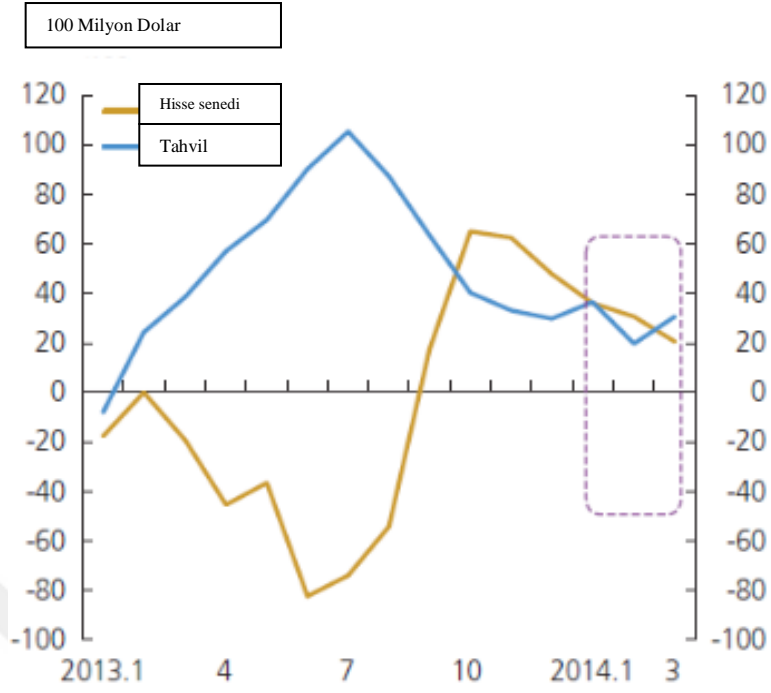
**Şekil 4.1 Menkul Kıymetler Fon Akışı**



Kaynak: The Bank of Korea Finansal Raporu 2014

Şekil 4.1 incelendiğinde; 2013 yılında hisse senedi yatırımlarında büyük bir miktarda azalma olduğu görülmektedir. Ancak bunun tam aksine yatırımlar tahvil yönünde gerçekleşmiştir. Yabancı Yatırımcılar 2013 ün ilk çeyreğinde tahvile yatırım yapmışlardır.

#### Şekil 4.2 Net Yabancı Portföy Yatırımları Fon Akışı



Kaynak: The Bank of Korea Finansal Raporu 2014

Şekil 4.2 irdelendiğinde, 2013 yılının ikinci çeyreğinde ise tam tersi bir akım başladığı görülmektedir. Hisse senedine yapılan yatırımlar hızlı bir artış göstermiş ve 60 milyon \$ civarlarında seyir etmiş olduğu görülmektedir. Tahvil alım satımı da aynı tarihlerde aynı miktara gerilemiştir. 2014 yılının ilk çeyreğinde ise hisse senedi yatırımları 20 milyon dolar tahvil yatırımları da 30 milyon dolar civarında olduğu gözlenmektedir.

## 5. BÖLÜM ZAMAN SERİSİ ANALİZLERİ

### 5.1 Durağanlık Testleri

Zaman serisi verilerine dayanan görgül çalışma geride yatan zaman serisinin durağan olduğunu varsaymaktadır. Nedensellik testlerinin ve VAR modelinin tahminlerinden biri zaman serilerinin durağanlık varsayımıdır. Zaman serilerinin çözümleyicilerinde en çok ilgilenilen bir olasılıklı süreç türü de durağan olasılıklı süreçtir.

Genel olarak açıklamak gerekirse ortalamasıyla varyansı zaman içerisinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplanmış olduğu döneme değil de bu iki dönemin arasındaki uzaklığa dayanan olasılıklı bir süreç için durağandır denmektedir. Kısacası bir serinin ortalaması ve varyansı zamana bağlı biçimde sistematik olarak değişim göstermiyorsa seri durağan demektir. (Gujarati, 1999, s.713 ) Y, bu özellikleri taşıyan olasılıklı bir zaman serisi olsun:

$$\text{Ortalama} \quad E(Y_t) = \mu$$

$$\text{Varyans} \quad \text{var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$$

$$\text{Ortak Varyans} \quad Y_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)]$$

Burada  $Y_k$ , k gecikme ile ortak varyans,  $Y_t$  ile  $Y_{t+k}$  arasındaki, yani aralarında k dönem fark olan iki Y arasındaki ortak varyanstır. Eğer  $k=0$  ise  $\sigma^2$  de sıfır olur.

Y'nin sıfır noktasını  $Y_t$ 'den  $Y_{t+m}$ 'ye kaydıracağımızı varsayalım. Bu durumda  $Y_t$  durağan ise  $Y_{t+m}$ 'nin ortalaması, varyansı ve ortak varyansı  $Y_t$ 'ninkilerle aynı olmalıdır. Kısacası bir zaman serisi durağansa, ortalama, varyans ve ortak varyansı ne zaman ölçülürse ölçülsün aynı kalır. (Gujarati, 1999, s.713 ) Bu aşamadan sonra artık durağanlığın tespit edilmesine geçilebilir.

Durağanlık zaman serilerinde birim kök olup olmadığına göre anlaşılır. Bu sebeple de bazı testler yapılabilir. Özellikle Dickey-Fuller ve genişletilmiş Dickey-Fuller testleri bu amaçla kullanılmaktadır.

### 5.1.1 Birim Kök Testi

Zaman serisinin durağan olup olmadığını sınamanın yollarından biri birim kök testidir. Bu testi anlatacak en kolay model şu şekildedir:

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t$$

Yukarıda ki eşitlik birinci dereceden ardışık bağılandı ve  $u_t$  varyansı değişmeyen olasılıklı hata terimini ifade etmektedir.  $Y_{t-1}$ 'nin katsayısı 1 eşitse birim kök sorunu var demektir. Yani başka bir deyişle durağan değildir. Buyüzden;  $Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t$

regresyonu hesapladıktan sonra  $\rho = 1$  çıkarsa,  $Y_t$  olasılıklı değişkeninin birim kökü var demektir. Buna rassal yürüyüşte denmektedir ve bir zaman serisi rassal yürüyüş ise durağan değildir.

Bir zaman serisinin birinci farkını aldıktan sonra bunların serisi durağan çıkarsa 1. dereceden bütünleşik demektir. Benzer bir şekilde ilk serinin iki kez farkının alınmasını gerektiren bir durum söz konusuysa o zaman ilk seri 2. dereceden bütünleşik olur. Yani bir zaman serisinin n kadar farkının alınması gerekiyorsa o seri n'inci dereceden bütünleşik demektir ve 1.dereceden bütünleşik bir zaman serimiz varsa bu durağan olmayan bir zaman serisine sahibiz demektir.

### 5.1.2 Dickey-Fuller (DF) Birim Kök Testi

Dickey-Fuller birim kök testi, literatürde en çok kabul gören durağanlık tespitidir. Bu test bir zaman serisinin birim kök içerip içermediğini anlamamıza yarayan bir işlemdir.(Enders, 2003) Ancak normal olarak hesaplanan t istatistiği, diğer adı tau ( $\tau$ ) istatistiği, yerine kritik değerlerini Dickey-Fuller diye adlandırılan tablodan almaktadır. Dickey Fuller birim kök testi aşağıdaki regresyonu tahmin etmektedir;

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t$$

Bu regresyondaki  $t$  istatistiğini hesaplayabilmek için Dickey Fuller,  $\rho$  katsayısını kendi standart hatasına bölmekte ve Dickey Fuller tablosuna bakarak reddedilip reddedilmediğine karar verilmektedir. (Gujarati,1999, s:719)

### 5.1.3 MacKinnon Birim Kök Testi

Daha önce bahsettiğimiz Dickey-Fuller'ın geliştirdiği testlere ek olarak MacKinnon tarafından Monte Carlo örneklemi kullanılarak yeni bir durağanlık

testi geliştirilmiştir. Öteki istatistik yazılımlarının yanı sıra ET, MICRO TSP, SHAZAM da DF istatistiğinin Dickey-Fuller ve MacKinnon eşik değerlerini vermektedir. Hipotezin kuralı şu şekildedir. Eğer  $\tau$  istatistiğinin mutlak değeri DF'nin ya da MacKinnon DF'nin mutlak eşit  $\tau$  değerinden büyükse zaman serimizin durağan olduğunu kabul ederiz. Aksi durumunda yani  $|\tau|$  eşik değerinden küçükse zaman serisi durağan değildir. (Gujarati,1999, s:719)

#### 5.1.4 Genişletilmiş Dickey-Fuller (GDF) Testi

DF testinde bulunan hata terimi, eş varyans varsayımını bozabilmekte ve heteroskedasticity (değişen varyans) özelliği gösterebilmekte veya da ardışık bağımlı olabilmektedir. Dickey-Fuller testinde şu kalıplardaki regresyon uygulanmaktadır:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + u_t$$

Yukarıda bahsedilen  $t$  zaman veya genel eğilimi temsil eden değişkendir. Yukarıdaki regresyonda  $\delta = 0$  hipotezi bulunmaktadır. Yani birim kök vardır. Buradaki  $u_t$  ardışık bağımlı durumundaysa regresyonu şu şekilde düzeltilmektedir:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Burada gecikmeli fark terimi kullanılmaktadır ve boş hipotez  $\delta = 0$  burada da geçerlidir. Yani Y durağan değildir. Bu gibi durumlarda modele DF testi uygulanırsa, genişletilmiş Dickey-Fuller (GDF) testi denmektedir. Hipotez testi DF testlerinde olduğu gibidir. GDF testi DF test istatistiği ile benzer sonuçlar verdiği için aynı kritik değerler ile istatistiği yapılmasında bir sorun bulunmamaktadır.

## 5.2 İktisatta Nedensellik

Nedensellik bir olayın bir başka olayı etkileyerek aralarında sebep sonuç ilişkisi olması anlamına gelmektedir. İstatistiksel bir ilişki kendi başına bir nedensellik taşımaz. Bu yüzden bir nedensellik bulabilmek için önsel veya da kurumsal

düşüncelere başvurulmalıdır. Aynı zamanda iki olayın birlikte ortaya çıkması yani korelasyonunun olması da nedensellik ile karıştırılmamalıdır. Yani şöyle diyebiliriz ki iki olay veya değişken arasında zaman bakımından bir öncelik-ardıllık varsa bu durumda nedenselliğin yönü istatistik bakımından bulunabilir mi bunu bilmemiz gerekir. Bu sorunun cevabını bulabilmek için Granger tarafından bulunan görece bir nedensellik testini incelememiz gerekmektedir.

### 5.2.1 Granger Nedensellik Testi

X ve Y'nin arasındaki ilişkiyi örnek vererek açıklamaya çalışalım. Granger testi X ve Y değişkenlerinin kestirilmesine ilişkin bilgi bu değişkenlerin zaman serisi verilerinin bulunduğunu varsayalım. Bağımlı değişkenin X ve bağımlı değişkeninde Y olduğunu bir eşitlik düşünelim. Denklemin sağ tarafındaki bağımsız değişken Y ve Y'nin gecikmeli değerleriyle X'in gecikmeli değerlerinin olduğunu varsayarsak, Y'nin gecikmeli değerleri X'in tahmin gücünü arttırıyorsa ikisi arasında Y'den X'e doğru nedensellik söz konusudur veya da tam tersi durumu da ele alınabilir. Buna göre Granger nedensellik testinin regresyonunu şu şekilde yazabiliriz:

$$X_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{t-j} + u_{1t}$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^m \lambda Y_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j X_{t-j} + u_{2t}$$

Burada  $u_{1t}$  ve  $u_{2t}$ 'nin birbirleriyle ilişkili olmadıkları varsayılmaktadır. Birinci denkleme baktığımızda gecikmeli Y'nin katsayıları istatistiksel olarak 0 dan farklıysa yani  $\sum \alpha_i \neq 0$  durumu varsa ve ikinci denklemdaki gecikmeli X'in katsayısı istatistiksel olarak sıfırsa yani  $\sum \delta_j = 0$  durumu varsa bu durumda Y'den X'e doğru nedensellik söz konusu demektir. Tek yönlü bir nedensellik vardır. Tam tersi durumunda yani gecikmeli Y'nin katsayısı  $\sum \alpha_i = 0$  durumunda ve gecikmeli X'in katsayısı  $\sum \delta_j \neq 0$  durumu söz konusu ise X'den Y'e doğru tek yönlü nedensellik var demektir. Eğer her iki regresyondaki X ve Y'nin katsayıları



istatistik bakımından sıfırdan anlamlı derecede farklı ise ozaman karşılıklı nedensellik söz konusudur.(Gujarati,1999,s;621)

Granger nedensellik testi yapabilmemiz için zaman serilerimizin durağan olması gerekmektedir ve gecikmelerin de doğru belirlenmiş olmalıdır. Ayrıca nedenselliğin yönü, içerilen gecikmeli terim sayısına önemli ölçüde bağlı olabilmektedir.

### 5.3 Vektör Ardışık Bağlanım (VAR) Metodu

Vektör ardışık bağlanım (VAR), tek değişkenli AR modellerini çok boyut için genelleştiren, çoklu zaman serileri arasındaki gelişimi ve karşılıklı bağımlılığı veren ekonometrik bir modeldir. VAR modelleri zaman serisi tahminlerinde sıkça kullanılmaktadır. Sims (1980) tarafından geliştirilen VAR modelleri seçilen zaman serilerinin birbirleriyle olan ilişkilerini analiz edilmesini sağlamaktadır. VAR modeli Granger nedensellik testi modelini temel almaktadır. VAR modellerinde modeldeki değişkenlerin hepsi içsel olarak kabul edilmektedir. Bu model görünürde, çeşitli içsel değişkenlerin birlikte ele alındığı eşanlı denklem modellerini andırır. Ancak her içsel değişken, kendi eski ya da gecikmeli değeri ve diğer içsel değişkenlerin gecikmeli değerleriyle açıklanmaktadır. Kısaca özetlemek gerekirse VAR modelinde her bir değişkenin kendisinin ve diğer değişkenlerin geçmiş değerleri ile açıklandığı çok değişkenli bir sistemdir. (Gujarati, 1999, s.746)

X ve Y'nin dörder gecikmeli değerini alarak VAR modeli aşağıda gösterilmektedir:

$$X_t = \alpha + \sum_{j=1}^4 \beta_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j Y_{t-j} + u_{1t}$$
$$Y_t = \alpha' + \sum_{j=1}^4 \theta_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^4 \lambda_j Y_{t-j} + u_{2t}$$

Yukarıda ki modellerdeki  $u$ 'lar olasılıklı hata terimleridir ve VAR terimleriyle dürtü ya da buluş şeklinde adlandırılmaktadırlar. (Gujarati,1999,s;747)

Daha genel anlamda n dönem gecikmeyi içeren VAR(n) modeli aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$X_t = A_1 x_{t-1} + A_2 x_{t-2} + \dots + A_n x_{t-n} + u_t$$

Kısaca özetlemek gerekirse VAR modeli oldukça basit bir modeldir bütün değişkenler içseldir. Bu sebeple hangisinin dışsal olduğunun kararını verme zorluğu yaşanmamaktadır. Kestirim de oldukça basittir ve daha karmaşık eşanlı denklemler ile bulunanlara göre çoğu zaman daha iyidir.( Gujarati,1999,s:749)



## 6. BÖLÜM YATIRIMCI GRUPLARININ HİSSE SENEDİ ALIM-SATIM İŞLEMLERİ (İŞLEM HACMİ) VE PAZAR GETİRİSİ

### 6.1 Giriş

Bu çalışmada Kurumsal, Bireysel ve Yabancı Yatırımcı gibi farklı yatırımcı gruplarının hisse senedi alım-satım işlemleri ve Pazar getirisi arasındaki etkileşim Güney Kore Borsası'nda araştırılmıştır. Birçok borsa yatırımcı tipine göre alım satım işlemlerinin kaydını ya hiç tutmamakta ya da uzun vadede kayıt etmektedir. Ancak, Güney Kore Borsa'sı çeşitli yatırımcı grupları için günlük frekansta alım ve satım verilerini kayıt altına almaktadır. Bu sebeple detaylı olarak sınıflandırılmış yatırımcı grupların işlemlerinin endeks getirisi ile etkileşimini kısa vade için incelemeye olanak vermektedir. Bu çalışmada çeşitli yatırımcı gruplarının hisse senedi alım ve satım işlemlerinin endeks getirisini farklı olarak etkileyip etkilemediği incelenmektedir. Çeşitli yatırımcı grupları, farklı bilgi setine, beklentilere ve alım satım tarzlarına sahiptirler (Umutlu ve Shackleton, 2015, s.44). Bu nedenle her yatırımcı grubunun gerçekleştirmiş olduğu alım satım işlemlerinin etkileri farklı şekilde olabilir. Genellikle kurumsal yatırımcılar bilgiye daha kolay erişebildikleri için bilgiye dayalı alım satım gerçekleştirmekte buda bilginin fiyatlara yansımaları sağlamaktadır. Diğer yandan bireysel yatırımcılar ise bilgiye dayalı olmayan alım satım işlemi gerçekleştirmekte ve daha çok sürü psikolojisi ile hareket etmektedirler. Buda oynaklıkta artışa sebep olmaktadır. Yabancı yatırımcıların bilgi sahibi oldukları veya olmadıkları hakkında bir fikir birliği bulunmamaktadır (Umutlu ve Shackleton, 2015, s.47-48). Yabancı yatırımcılar, genellikle yatırımları bir havuzda topladıkları için büyük fonları yönetmekte ve bu yüzden profesyonel hisse senedi analistleri ile çalışmaktadırlar. Dolayısıyla, bilgili kurumsal yatırımcıların özelliklerini sergileyebilmekte ve bilgi avantajına sahip olabilmektedirler. Diğer taraftan ise yakından tanıdıkları bir piyasada işlem gerçekleştirmedikleri için yerli yatırımcılar kadar piyasaya hakim olmayabilirler. Bu nedenle yabancı yatırımcılar ile ilgili bir fikir bütünlüğü bulunmamaktadır.

Birçok çalışmada yabancı portföy yatırımları ile endeks getirisi arasında pozitif bir ilişki olduğu ortaya konmuştur. Clark ve Berko (1997) tarafından yapılan araştırmada, yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği portföy yatırımlarındaki beklenmeyen şekilde oluşan %1'lik bir artışın, Meksika hisse

senedi fiyatlarında %13'lük bir artışa sebep olduğu bulunmuştur. Kalıcı olan bu artış Clark ve Berko (1997)'ye göre artan likidite, azalan sermaye maliyetleri ve daha iyi gerçekleştirilen risk paylaşımından kaynaklanmaktadır. Benzer şekilde Tayland piyasası üzerinde araştırma yapan Phansatan, Powell, Tanthanongsakkun ve Treepongkaruna (2012) ise, çalışmalarında çeşitli yatırımcı gruplarının haftalık bazdaki alım-satım davranışları ile Pazar getirisi arasındaki etkileşimi incelemişlerdir. Bu çalışmada yabancı yatırımcıların güçlü momentum stratejisi izleyen yatırımcılar olduğu bulunmuştur. Yabancı yatırımcıların kısa dönemde iyi piyasa zamanlayıcısı oldukları fakat varlık seçiminde aynı başarıyı sergileyemedikleri gösterilmiştir. Richards (2005) gelişmekte olan altı Asya ülkesinin endeks getirisi ile yabancı yatırımcıların hisse senedi alım-satımları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yabancı yatırımcıların momentum yatırım stratejisi izlediği bulunmuştur. Hong ve Lee (2011) ise, dört yatırımcı gurubu ile Kore endeks getirisi arasında bir ilişki olup olmadığını test etmiş fakat dinamik bir etkileşimin olabileceğini göz ardı etmişlerdir. Çalışmalarında, Yabancı ve Kurumsal Yatırımcıların bilgiye dayalı, diğer yandan bireysel yatırımcıların ise bilgiye dayalı olmayan alım-satım. alım-satım göstermişlerdir. Ayrıca, Yabancı ve Kurumsal Yatırımcılar momentum stratejisi izlerken, devlet ve bireysel yatırımcılar ise zıtlık stratejisi izlemektedirler. Oh, Parwada ve Walter (2007), Kore Borsasında online ve online olmayan ticaret yapan yatırımcıların davranışlarını ve performanslarını incelemişlerdir. Online yatırım yapanların performansının, online yatırım yapmayanların performansından düşük olduğunu bulmuşlardır. Yatırımcı gruplarına göre sıralama yapıldığında ise yabancı yatırımcılar en çok kar eden yatırımcı gurubuyken bunu kurumsal yatırımcılar takip etmektedir. Çalışma da online ticarete, bireysel yatırımcıların diğer yatırımcı gruplarına likidite sağladığını tespit etmişlerdir. Oh ve Parwada (2005) nin yaptıkları araştırmada, yatırım fonları ile Kore Piyasası getirisi arasındaki ilişkiye bakılmış olup ikisi arasında pozitif bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Piyasanın oynaklığı artış gösterdiğinde Koreli sermaye fonu yöneticileri hisse senetleri satın alma işlemi gerçekleştirirken, yatırımcılar arasında geniş görüş ayrılığı olduğu zamanlarda ise satma işlemi gerçekleştirmektedirler. Kim, Landi ve Yoo (2009), Kore piyasasındaki Yabancı net alımların artışından (azalışından) sonra Won'un Dolar karşısında değer kazandığını (kaybettiğini) bulmuşlar ancak ters yönlü bir ilişkinin söz konusu olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Froot ve

arkadaşları (2001) 44 ülkedeki uluslararası portföy yatırım akışını, 1994-1998 yılları arasında günlük olarak incelemişlerdir. Uluslararası portföy yatırımıyla hisse senedi getirisi arasında bir ilişki olduğunu gözlemlemişlerdir. Yabancı yatırımcıların geçmiş dönem hisse senedi getirilerinden etkilendiğini ve momentum stratejisi izledikleri sonucuna ulaşmışlardır. Yerel hisse senedi fiyatlarının duyarlılığı Yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği nakit girişlerini olumlu yönde etkilemektedir. Ülkü ve Weber (2013) yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri alım satım ile hisse senedi piyasası getirisi arasındaki etkileşimi eşzamanlı olarak ve günlük veri kullanarak incelemişler ve önemli bir etkileşimin söz konusu olduğunu bulmuşlardır. Gün içinde ikili arasında önemli bir etkileşim söz konusudur.

Diğer yandan Porras ve Ülkü (2014) çalışmasında, Madrid Borsasında aylık veri kullanarak, yabancı alım-satım işlemleri ile endeks getirisi arasındaki etkileşimi ve ayrıca bireysel hisse senedi getirileri arasındaki etkileşimi araştırmışlardır. Bireysel hisse senedi düzeyindeki analizde, yabancı yatırımcıların momentum yatırımcısı oldukları ve bilgi yönünden dezavantajlı oldukları bulunmuştur. Endeks düzeyindeki analizde ise yabancı yatırımcıların (özellikle Amerikan yatırımcıların) zıtlık yatırım stratejisi izledikleri görülmüştür.

Bu çalışmayı, literatürdeki diğer çalışmalardan ayıran özelliği Güney Kore piyasasındaki üç yatırımcı grubunun net alım işlemleri ile Pazar endeksi getirisi arasındaki etkileşimin Vektör Ardişık Bağlanım (VAR) tekniği ile günlük bazda araştırılmış olmasıdır. Ayrıca, piyasa düzeyinde gerçekleştirilmiş diğer çalışmalara göre daha güncel veri kullanılmıştır.

## **6.2 Veri ve Yöntem**

Gelişmekte olan ülkelerde çeşitli yatırımcı gruplarının toplam olarak bütün hisse senedi piyasasına yaptığı yatırım verileri günlük frekansta ender olarak bulunabilmektedir. Güney Kore Borsa'sında endeks düzeyinde yatırımcı tipine göre işlem hacmi verisi günlük frekansta kaydedildiğinden, bu çalışma Kore Borsası'nı ele alarak günlük bazda yeni deneysel bulgular ortaya koymayı hedeflemektedir.

Bu çalışmanın odağındaki temel veri seti endeks bazında bireysel, kurumsal ve yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği işlem hacmi verisidir ve alım-satımı yapılan hisse senedi sayısından oluşmaktadır. Bu yatırımcı gruplarının alım satım işlemlerini temsil etmek için kullanılacaktır. Kore Borsası tarafından sağlanan bu veri setinin bazı ayırt edici özellikleri bulunmaktadır: Birinci olarak, bu veri seti hisse senedi bazında çeşitli yatırımcı gruplarının doğrudan alım ve satım işlemlerinin kaydını tutmaktadır. Bu yüzden, önceki birçok çalışmada kullanılan sahiplik yapısı verisinden farklıdır. Belli bir süre için sahiplik yapısındaki değişimler, o süre içindeki alım satım işlemlerini takip etmede kullanılabilir. Fakat sahiplik yapısındaki değişimler alım ve satım işlemlerindeki net değişikliği ölçebildiğinden, aynı miktarda oluşan alım ve satım işlemlerini tespit etmede yetersiz kalmaktadır. İkinci olarak Kore’de yatırımcı tipine göre işlem hacmi verisi, Amerika’daki ve diğer bazı gelişmiş ülkelerdeki çeyrek dönemlik verilerden farklı olarak günlük frekansta kaydedilmektedir. Bu da getiri-işlem hacmi arasındaki etkileşimi kısa vadede inceleyebilmemizi sağlamaktadır. Son olarak, bireysel, kurumsal ve yabancı yatırımcılar olmak üzere üç ayrı yatırımcı grubu alım ve satım işlemleri ayrı ayrı tutulmaktadır. Bu tarz bir sınıflandırma önceki çalışmalarda görülen yatırımcıları sadece yabancı ve yerli veya sadece kurumsal ve bireysel yatırımcılar olarak sınıflandırmaktan daha detaylıdır.

Ayrıca, KOSPI200 endeksinin günlük getirileri Kore Stock Exchange’in web sitesinden temin edilmiştir. Çalışmada kullanılan günlük veriler 2004 ve 2010 tarihleri arasında kalan dönemi kapsamaktadır ve 1729 iş gününü içermektedir. Ayrıca Kore’nin 2007 ve 2010 yılları arasında Global Ekonomik Kriz’den etkilendiği düşünüldüğünde, araştırma dönemi kriz dönemi ve kriz öncesi dönem olarak iki alt döneme ayrılmıştır. Her dönem için, KOSPI200 Endeks getirisi ile yatırımcı gruplarının net alımları arasındaki etkileşime bakılmıştır.

Çalışma da kullanılan net alımı (NETALIM) hesaplamak için bütün yatırımcı grupları için ayrı ayrı ve günlük olarak Kore Borsasında gerçekleştirmiş oldukları alım ve satım hacimleri arasındaki fark alınmıştır. Analizde oluşturulan denklem aşağıda ki gibidir:

$$NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$$

Çalışmada vektör ardışık bağlanım, VAR, ekonometrik yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada KOSPI200 endeks getirisi ile Kurumsal, Bireysel ve Yabancı Yatırımcılar için net alım hesaplanarak vektör ardışık bağlanım modeline dahil edilmiştir. Ayrıca değişkenlerin 2 günlük gecikmeli değerleri de modele eklenmiştir.

$$X_t = \alpha + \sum_{j=1}^2 \beta_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \gamma_j Y_{t-j} + u_{it}$$

**Tablo 6.1 NETALIM**

	<b>Bireysel Yatırımcı</b>	<b>Kurumsal Yatırımcı</b>	<b>Yabancı Yatırımcı</b>
<b>Ortalama</b> (x10 <sup>-3</sup> )	-0.0483	0.0824	-0.0341
<b>Maksimum</b>	0.0193	0.0305	0.0469
<b>Minimum</b>	-0.0276	-0.0511	-0.0293
<b>Std. Sapma</b>	0.0049	0.0051	0.0043

Tablo 6.1 de örneklem ile alakalı bazı temel istatistikler sunulmuştur. *NETALIM* ortalama değerlerine bakıldığında zaman Bireysel ve Yabancı Yatırımcıların negatif bir ortalama ile satış işlemi gerçekleştirdiği görülürken Kurumsal Yatırımcıların ise ters yönde hareket ederek pozitif ortalamaları ile alış işlemi gerçekleştirdiği gözlenmektedir. Yani, araştırma dönemi boyunca Kurumsal Yatırımcılar ortalama net alıcı pozisyonunda iken, Bireysel ve Yabancı Yatırımcılar aynı yönde hareket ederek net satıcı durumunda olmuşlardır.

**Tablo 6.2 Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği\_NETALIM**

	<i>t</i> -istatistiği	Olasılık
<b>KOSPI200</b>	-33.2151***	0.0000
<b>NETALIM</b> <small>Bireysel</small>	-28.9731***	0.0000
<b>NETALIM</b> <small>Kurumsal</small>	-13.8715***	0.0000
<b>NETALIM</b> <small>Yabancı</small>	-12.0271***	0.0000

\*\*\* sembolü % 1 seviyesindeki istatistiksel olarak anlamlı *t* -değerlerini belirtmek için kullanılmıştır.

Tablo 6.2 de değişkenlerin birim kök test sonuçları gösterilmiştir. bir zaman serisinin birim kök içerip içermediğini anlamamıza yarayan Augmented Dickey-Fuller testine göre (Enders, 2003); bütün değişkenlerin birim kökü olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yani değişkenlerin birim köke sahip olduğu boş hipotezi %1 anlamlılık seviyesinde reddedilmektedir.

### **6.3 Bulgular**

#### **6.3.1 NetAlım ve Endeks Getirisi Arasındaki Etkileşim**

VAR analizi yatırımcı gruplarının ikili kombinasyonları dâhilinde, net alım ve endeks getirisi arasında uygulanmıştır. Analizin iki yatırımcı grubu arasında yapılmasının sebebi şöyle açıklanabilir. Her üç yatırımcı grubunun net alım verisinin toplamı tanım gereği sıfıra eşit olmaktadır. Bu yüzden, her üç grup için net alım verisini aynı anda VAR analizine sokmak, tam çoklu doğrusallık problemine yol açmaktadır. Bu da katsayı tahminlerini imkânsız hale getirmektedir. Analizde elde edilen tüm örneklem dönemi için sonuçlar Tablo 6.3, 6.4 ve 6.5’de sunulmuştur.



**Tablo 6.3 Tüm Örneklem için Yabancı ve Kurumsal NetAlım ve Endeks Getirisi**

2004 ve 2010 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.  $NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  yabancı ve kurumsal yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\* sembolleri %1 ve %5 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Yabancı</sub>	NETALIM <sub>Kurumsal</sub>
<b>KOSPI200(-1)</b>	-0.09*** (-3.23)	0.03*** ( 3.05)	-0.07*** (-6.87)
<b>KOSPI200(-2)</b>	-0.11 (-3.98)	-0.0005 (-0.05)	-0.01 (-1.13)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-1)</b>	0.26*** ( 2.99)	0.39*** ( 13.98)	0.009 ( 0.26)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-2)</b>	0.01 ( 0.11)	0.14*** ( 4.93257)	-0.10*** (-2.81)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub> (-1)</b>	0.15** ( 2.02)	0.13*** ( 5.74)	0.25*** ( 8.37)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub> (-2)</b>	-0.02 (-0.31)	-0.06*** (-2.4)	0.07** ( 2.32)
<b>C</b>	-0.0002 (-0.83)	-2.39E-05 (-0.26)	4.30E-05 ( 0.37)

Sütun I deki sonuçlar incelendiğinde KOSPI200 endeks getirisinin bir ve iki gün gecikmeli değerlerinin endeksin bugünkü getirisi ile negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyona sahip olduğu görülmektedir. (Sırasıyla,  $t$ -istatistikleri -3.23 ve -3.98) Endeks getirisinin gecikmeli değerleri ile NETALIM<sub>Kurumsal</sub> arasında negatif bir korelasyon bulunmaktadır ancak NETALIM<sub>Yabancı</sub> ile endeks getirisinin bir gün gecikmeli değeri ile pozitif korelasyona sahipken iki gün gecikmeli değeri ile negatif bir korelasyon bulunmaktadır. Sütun III deki değerler incelendiğinde NETALIM<sub>Kurumsal</sub> ile bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının negatif ve 1% seviyesinde anlamlı olması (  $t$ -istatistiği -6.87 ile -0.07 katsayısı) kurumsal yatırımcıların endeks getirisi ile ters yönde hareket ederek zıtlık stratejisi takip eden yatırımcı gurubuna

girdiğini göstermektedir. Ancak, yabancı yatırımcılar için durum tam tersidir. Sütun II'deki 3.05 değerindeki 1% seviyesindeki anlamlı  $t$ -istatistiği ve 0.03 değerindeki pozitif katsayısı, yabancı yatırımcıların momentum stratejisi izlediğini göstermektedir. Yani, endeks getirisi artarken yabancı yatırımcılar net alımlarını arttırmakta ve endeks getirisi azalırken net alımlarını düşürmektedirler.

**Tablo 6.4 Tüm Örneklem için Bireysel ve Yabancı NetAlım ve Endeks Getirisi**

2004 ve 2010 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.

$NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  bireysel ve yabancı yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\* sembolleri %1 ve %5 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Bireysel</sub>	NETALIM <sub>Yabancı</sub>
<b>KOSPI200(-1)</b>	-0.09*** (-3.23)	0.05*** ( 4.63)	0.03*** ( 3.05)
<b>KOSPI200(-2)</b>	-0.11*** (-3.98)	0.01 ( 1.22)	-0.0004 (-0.05)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub>(-1)</b>	-0.15** (-2.02)	0.38*** ( 13.41)	-0.13*** (-5.74)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub>(-2)</b>	0.02 ( 0.31)	0.01 ( 0.44)	0.06*** ( 2.39)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub>(-1)</b>	0.11 ( 1.41)	-0.02 (-0.55)	0.25*** ( 9.96)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub>(-2)</b>	0.03 ( 0.41)	-0.03 (-0.83)	0.19*** ( 7.67)
<b>C</b>	-0.0002 (-0.83)	-1.91E-05 (-0.17)	-2.39E-05 (-0.26)

Sütun I'de KOSPI200 endeks getirisinin bir ve iki gün gecikmeli değerlerinin endeksin bugünkü getirisi ile negatif korelasyona sahip olduğu görülmektedir. NETALIM<sub>Bireysel</sub> ve NETALIM<sub>Yabancı</sub> ise endeks getirisinin bir günlük gecikmeli değerleri ile pozitif korelasyona sahip olmaları ve  $t$ -istatistiklerinin 1% seviyesinde anlamlı olması (Sütun II ve III'deki sırasıyla 4.63

ve 3.05 değerindeki  $t$ -istatistikleri ve 0.05 ile 0.03 değerindeki katsayılar) bireysel ve yabancı yatırımcıların momentum stratejisi izlediğini göstermektedir.

**Tablo 6.5 Tüm Örneklem için Bireysel ve Kurumsal NetAlım ve Endeks Getirisi**

2004 ve 2010 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.

$NETBUY_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  bireysel ve kurumsal yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\* sembolleri %1 ve %5 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Bireysel</sub>	NETALIM <sub>Kurumsal</sub>
<b>KOSPI200(-1)</b>	-0.09*** (-3.23)	0.05*** ( 4.63)	-0.07*** (-6.87)
<b>KOSPI200(-2)</b>	-0.11*** (-3.98)	0.01 ( 1.22)	-0.01 (-1.13)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub>(-1)</b>	-0.26*** (-2.99)	0.39*** ( 11.76)	-0.009 (-0.26)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub>(-2)</b>	-0.01 (-0.11)	0.04 ( 1.13)	0.10*** ( 2.81)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub>(-1)</b>	-0.11 (-1.41)	0.02 ( 0.55)	0.24*** ( 7.35)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub>(-2)</b>	-0.03 (-0.41)	0.03 ( 0.83)	0.17*** ( 5.27)
<b>C</b>	-0.0002 (-0.83)	-1.91E-05 (-0.17)	4.30E-05 ( 0.37)

Tablo 5.5’de Sütun II ve III incelendiğinde, NETALIM<sub>Kurumsal</sub> ile bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının negatif ve 1% seviyesinde anlamlı olması (-6.87 değerindeki  $t$ -istatistiği ve -0.07 değerindeki katsayı ile), NETALIM<sub>Bireysel</sub> ile bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının pozitif ve 1% seviyesinde anlamlı olması (4.63 değerindeki  $t$ -istatistiği ve 0.05 değerindeki katsayısı ile) Kurumsal Yatırımcıların zıtlık stratejisi izleyen yatırımcı

grubundayken bireysel yatırımcıların ise tam tersi yönde hareket ederek momentum stratejisi izleyen yatırımcı gurubunda olduğunu göstermektedir.

### **6.3.2 Kriz Öncesi Dönem için Bulgular**

2007 ve 2010 yılları arasında tüm dünyayı etkileyen Global Ekonomik krizden Kore'nin de etkilendiği düşünüldüğünde, araştırma dönemi kriz dönemi ve kriz öncesi dönem olarak iki alt döneme ayrılmıştır. Öncelikle 2004 ve 2007 yılları arasındaki kriz öncesi dönemdeki üç yatırımcı grubunun gerçekleştirdiği NETALIM verileri kullanılarak VAR analizi gerçekleştirilmiştir. Yine bu dönemler arasında VAR analizi yatırımcı gruplarının ikili kombinasyonları dâhilinde, net alım ve endeks getirisi arasında uygulanmıştır. Tablo 6.6, 6.7 ve 6.8 de kriz öncesi dönem sonuçları görülmektedir.

**Tablo 6.6 2004 ve 2007 yılları için Kurumsal ve Yabancı NetAlım ve Endeks Getirisi**

2004 ve 2007 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.

$NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  yabancı ve kurumsal yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\*,\* sembolleri %1, %5 ve %10 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Yabancı</sub>	NETALIM <sub>Kurumsal</sub>
<b>KOSPI200 (-1)</b>	-0.01 (-0.27)	0.05*** ( 3.42)	-0.06*** (-3.21)
<b>KOSPI200 (-2)</b>	-0.07* (-1.80)	0.001 ( 0.10)	0.01 ( 0.67)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-1)</b>	0.41*** ( 3.50)	0.38*** ( 8.72804)	-0.01 (-0.18)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-2)</b>	-0.18 (-1.52)	0.13*** ( 3.05)	-0.11** (-2.1)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub> (-1)</b>	0.17* ( 1.67)	0.18*** ( 4.64)	0.10** ( 2.15)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub> (-2)</b>	-0.18* (-1.74)	-0.03 (-0.68)	-0.02 (-0.38)
<b>C</b>	2.54E-05 ( 0.07)	3.19E-05 ( 0.25)	0.0002 ( 1.32)

Sütun III'deki sonuçlar incelendiğinde, (-3.21 değerindeki  $t$ -istatistiği ve -0.06 değerindeki katsayısı ile) kurumsal yatırımcıların endeks getirisi ile ters yönde hareket ederek zıtlık stratejisi takip eden yatırımcı gurubuna girdiği görülmektedir. Yabancı yatırımcılar ise tam aksine momentum yatırımcıdır. Sütun II'de bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının pozitif ve %1 seviyesinde anlamlı olması (3.42 değerindeki  $t$ -istatistiği ve 0.05 değerindeki katsayısı ile) yabancı yatırımcıların momentum yatırım stratejisi izlediğini göstermektedir. Yani, Yabancı Yatırımcılar bir gün evvel piyasada artış (azalış) olmuşsa satın alma (satma) işlemi gösterirken kurumsal yatırımcılar ise bunun tersi yönlü davranış eğilimi göstermektedirler.

**Tablo 6.7 2004 ve 2007 yılları için Bireysel ve Yabancı NetAlım ve Endeks Getirisi**

2004 ve 2007 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.

$NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  yabancı ve bireysel yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\*,\* sembolleri %1, %5 ve %10 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Bireysel</sub>	NETALIM <sub>Yabancı</sub>
<b>KOSPI200 (-1)</b>	-0.01 (-0.27)	0.008 ( 0.55)	0.05*** ( 3.42)
<b>KOSPI200 (-2)</b>	-0.07* (-1.80)	-0.01 (-0.89)	0.001 ( 0.10)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub> (-1)</b>	-0.17* (-1.67)	0.28*** ( 6.96)	-0.18*** (-4.64)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub> (-2)</b>	0.18* ( 1.74)	-0.04 (-1.10)	0.03 ( 0.68)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-1)</b>	0.24*** ( 2.5)	-0.09*** (-2.38)	0.20*** ( 5.66)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-2)</b>	0.005 ( 0.05)	-0.06* (-1.75)	0.16*** ( 4.58)
<b>C</b>	2.54E-05 ( 0.07)	-0.0002 (-1.79)	3.19-05 ( 0.25)

Tablo 6.7’de kriz öncesi dönem görülmektedir. Sütun II incelendiğinde kriz öncesi dönemde KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin bireysel yatırımcıların net alımlarına bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Sütun III incelendiğinde NETALIM<sub>Yabancı</sub> ile endeks getirisinin bir ve iki gün gecikmeli değerleri ile pozitif korelasyona sahip olması ve t-istatistiğinin 1% seviyesinde anlamlı olması (3.42 değerindeki t-istatistiği ve 0.05 değerindeki katsayısı ile)

yabancı yatırımcıların momentum stratejisi izlediğini göstermektedir. Yani yabancı yatırımcılar net alımlarını arttırmakta ve endeks getirisi azalırken net alımlarını düşürmektedirler.

**Tablo 6.8 2004 ve 2007 yılları için Kurumsal ve Bireysel NetAlım ve Endeks Getirisi**

2004 ve 2007 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.

$NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  kurumsal ve bireysel yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\*,\* sembolleri %1, %5 ve %10 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Bireysel</sub>	NETALIM <sub>Kurumsal</sub>
<b>KOSPI200 (-1)</b>	-0.01 (-0.27)	0.008 (0.55)	-0.06*** (-3.22)
<b>KOSPI200 (-2)</b>	-0.07* (-1.80)	-0.01 (-0.89)	0.01 (0.67)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub> (-1)</b>	-0.41*** (-3.50)	0.37*** (8.08)	0.01 (0.18)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub> (-2)</b>	0.18 (1.52)	0.02 (0.42)	0.11** (2.10)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub> (-1)</b>	-0.24*** (-2.47)	0.09*** (2.38)	0.11*** (2.54)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub> (-2)</b>	-0.005 (-0.05)	0.06* (1.75)	0.09** (2.20)
<b>C</b>	2.54E-05 (0.07)	-0.0002 (-1.79)	0.0002 (1.32)

Sütun II incelendiğinde kriz öncesi dönemde KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin bireysel yatırımcıların net alımlarına bir etkisinin olmadığı görülmekte ancak kurumsal yatırımcıların ise gün gecikmeli endeks getirisinin

katsayısının negatif korelasyona sahip olması nedeniyle zıtlık stratejisi izleyen yatırımcı grubunda olduğu görülmektedir.

Kriz öncesi dönem sonuçları incelendiğinde, bireysel yatırımcıların tüm örneklem döneminin aksine momentum yatırımcı grubuna girmediği görülmektedir. KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin bireysel yatırımcıların net alımlarına bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan yabancı ve kurumsal yatırımcılar tüm örneklemde gösterdikleri davranışı sergilemeye devam etmişlerdir. Kurumsal yatırımcılar kriz öncesi dönemde yine zıtlık stratejisi izlerken, yabancı yatırımcılarda momentum stratejisi izlemeye devam etmektedir.

### **6.3.3 Kriz Dönemi için Bulgular**

2007 ve 2010 yılları arasında tüm dünyayı etkisi altında bırakan ekonomik krizin gerçekleşen krizden Kore'nin de etkilendiği düşünülerek bu bölümde kriz dönemi verileri kullanılarak VAR analizi gerçekleştirilmiştir. Yine bu dönemler arasında VAR analizi yatırımcı gruplarının ikili kombinasyonları dâhilinde, net alım ve endeks getirisi arasında uygulanmıştır.

Analizde elde edilen kriz dönemi için sonuçlar tablo 6.9, 6.10 ve 6.11 de sunulmuştur.



**Tablo 6.9 2007 ve 2010 yılları için Yabancı ve Kurumsal NetAlım ve Endeks Getirisi**

2007 ve 2010 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.

$NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  kurumsal ve bireysel yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\*,\* sembolleri %1, %5 ve %10 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Yabancı</sub>	NETALIM <sub>Kurumsal</sub>
<b>KOSPI200(-1)</b>	-0.12*** (-3.22)	0.01 (1.05)	-0.07*** (-5.72)
<b>KOSPI200(-2)</b>	-0.13*** (-3.45)	-0.006 (-0.54)	-0.02 (-1.33)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-1)</b>	0.15 (1.13)	0.41*** (11.12)	-0.02 (-0.55)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-2)</b>	0.11 (0.81)	0.14*** (3.72)	-0.10** (-2.15)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub> (-1)</b>	0.11 (1.05)	0.10*** (3.31)	0.32*** (8.52)
<b>NETALIM<sub>Kurumsal</sub> (-2)</b>	0.05 (0.43)	-0.07** (-2.22)	0.10*** (2.49)
<b>C</b>	-0.0005 (-1.13)	-9.43E-05 (-0.72)	-9.29E-05 (-0.55)

Tablo 6.9'da kriz dönemi verileri kullanarak hesaplama yapılmıştır. Sütun II incelendiğinde kriz döneminde KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin yabancı yatırımcıların net alımlarına bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Sütun III'deki sonuçlar incelendiğinde, kurumsal yatırımcıların endeks getirisi ile ters yönde hareket ederek zıtlık stratejisi takip eden yatırımcı grubuna girdiği görülmektedir. Yani, endeks getirisi düşerken kurumsal yatırımcılar net alımlarını arttırmakta, endeks getirisi artarken ise net alımlarını azaltmaktadırlar. Bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısına bakıldığında negatif ve %1 seviyesinde anlamlı (-0.07 değerindeki katsayı ve -5.72 değerindeki  $t$ -istatistiği ile) olduğu görülmektedir.

**Tablo 6.10 2007 ve 2010 yılları için Bireysel ve Yabancı NetAlım ve Endeks Getirisi**

2007 ve 2010 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.

$NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  bireysel ve yabancı yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardişık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\*,\* sembolleri %1, %5 ve %10 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Bireysel</sub>	NETALIM <sub>Yabancı</sub>
<b>KOSPI200 (-1)</b>	-0.12*** (-3.22)	0.06*** ( 4.60)	0.01 ( 1.05)
<b>KOSPI200 (-2)</b>	-0.13*** (-3.45)	0.02* ( 1.65)	-0.005 (-0.54)
<b>NETALIM<sub>Bireysel</sub> (-1)</b>	-0.11 (-1.05)	0.42*** ( 10.46)	-0.1*** (-3.31)
<b>cNETALIM<sub>Bireysel</sub> (-2)</b>	-0.05 (-0.43)	0.03 ( 0.71)	0.07** ( 2.22)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-1)</b>	0.04 ( 0.27)	0.04 ( 0.78)	0.31*** ( 8.33)
<b>NETALIM<sub>Yabancı</sub> (-2)</b>	0.06 ( 0.45)	-0.007 (-0.14)	0.20*** ( 5.52)
<b>C</b>	-0.0005 (-1.13)	0.0002 ( 1.05)	-9.43E-05 (-0.72)

Tablo 6.10 incelendiğinde, kriz öncesi döneme göre bireysel yatırımcıların kriz döneminde daha aktif duruma geldiği görülmektedir. Sütun II'deki sonuçlar incelendiğinde, bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının pozitif ve %1 seviyesinde anlamlı olması (0.06 değerindeki katsayısı ve 4.60 değerindeki  $t$ -istatistiği ile) bireysel yatırımcıların endeks getirisi ile aynı yönde hareket ederek momentum stratejisini takip eden yatırımcı gurubuna girdiğini göstermektedir. Bir başka deyişle, endeks getirisi artarken bireysel yatırımcılar net alımlarını arttırmakta ve endeks getirisi azalırken net alımlarını düşürmektedirler. Diğer yandan Sütun III'deki sonuçların anlamlı olmaması KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin yabancı yatırımcıların net alımlarına bir etkisinin olmadığı göstermektedir.

**Tablo 6.11 2007 ve 2010 yılları için Bireysel ve Kurumsal NetAlım ve Endeks Getirisi**

2007 ve 2010 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.

$NETALIM_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it})$  bireysel ve kurumsal yatırımcı grupları için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\* sembolleri %1 ve %5 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III
	KOSPI200	NETALIM <sub>Bireysel</sub>	NETALIM <sub>Kurumsal</sub>
KOSPI200 (-1)	-0.11*** (-3.22)	0.063*** ( 4.60)	-0.07*** (-5.72)
KOSPI200 (-2)	-0.13*** (-3.45)	0.02* ( 1.65)	-0.02 (-1.33)
NETALIM <sub>Bireysel</sub> (-1)	-0.15 (-1.13)	0.38*** ( 7.73)	0.02 ( 0.53)
NETALIM <sub>Bireysel</sub> (-2)	-0.11 (-0.81)	0.04 ( 0.72)	0.10** ( 2.15)
NETALIM <sub>Kurumsal</sub> (-1)	-0.04 (-0.27)	-0.04 (-0.78)	0.35*** ( 7.38)
NETALIM <sub>Kurumsal</sub> (-2)	-0.06 (-0.45)	0.007 ( 0.14)	0.19*** ( 4.18)
C	-0.0005 (-1.13)	0.0002 ( 1.05)	-9.29E-05 (-0.55)

Tablo 6.11'deki sonuçlar incelendiğinde, bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının pozitif ve 1% seviyesinde anlamlı olması (Sütun II'deki 0.06 değerindeki katsayısı ve 4.60 değerindeki  $t$ -istatistiği ile) bireysel yatırımcıların endeks getirisi ile aynı yönde hareket ederek momentum stratejisini takip ettiklerini, kurumsal yatırımcıların ise endeks getirisi ile ters yönde hareket eden (Sütun III'deki -0.07 değerindeki katsayısı ve -5.72 değerindeki  $t$ -istatistiği ile) zıtlık stratejisi izleyen yatırımcı grubuna girdiği görülmektedir.

Özetle, kriz döneminde ki analizler incelendiğinde kurumsal yatırımcıların tüm örnekleme olduğu gibi yine zıtlık strateji izlediği görülmektedir. Ancak tüm örneklemin aksine yabancı yatırımcılar kriz döneminde daha pasif konumdadırlar. Yani KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin yabancı yatırımcıların net alımlarına bir etkisi bulunmamaktadır. Diğer yandan bireysel yatırımcılar kriz döneminde, tüm örnekleme olduğu gibi momentum stratejisi izlemektedirler.

#### **6.3.4 Korelasyon Analizi**

Tablo 6.12’de NetAlım ve Endeks Getirisi arasındaki korelasyon katsayıları gösterilmektedir. Korelasyon Analizinin yapılma amacı bireysel, kurumsal ve yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri NetAlım işlemlerini bilgiye dayalı olarak mı yoksa bilgiye dayalı olmadan mı gerçekleştirdiklerini belirlemektir.

Bir dönem sonraki endeks getirisi ile yatırımcı tiplerinin net alımları arasında pozitif korelasyon varsa bilgiye dayalı işlem olduğu sonucuna varılmaktadır. Çünkü yatırımcının net alımı arttığı zaman bir sonraki dönem getiri sağlamak veya tam tersi durumda net alımı azaldığında getiride azaldığı için zarardan dönülmektedir. Böylelikle yatırımcı, sahip olduğu bilgiyi kullanarak bu bilgidan ya kar etmekte ya da zararın önüne geçmektedir. Diğer yandan bir dönem sonraki endeks getirisi ile yatırımcı tiplerinin net alımı arasında negatif bir korelasyon varsa bu bilgiye dayanmayan bir işleme işaret etmektedir. Çünkü yatırımcı net alımını arttırdığı zaman bir sonraki dönem getirisi azalmakta, diğer taraftan net alımını azalttığı zaman, yani satış işlemi yaptıktan sonra oluşacak yüksek getiriden faydalanamamaktadır. Böyle yatırımcı her işleminden sonra kayıp yaşamaktadır. Buda işlemin bir bilgiye dayanarak yapılmadığının bir göstergesidir.

Aynı zamanda korelasyon analizi üç yatırımcı grubunun birbirleri arasındaki ilişkiyi ve endeks getirisiyle arasındaki ilişkiyi özetlemektedir. Korelasyon analizi yine tüm örnekleme ve iki alt dönem için gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen sonuçlar Tablo 6.12’deki gibidir:

<b>Tablo 6.12 NetAlım ve Endeks Getirisi Korelasyon Analizi</b>			
Panel A : Bütün yıllar için (2004-2010) işlem hacmi			
	Bireysel	Kurumsal	Yabancı
Bireysel	1		
Kurumsal	-0.6398	1	
Yabancı	-0.4069	-0.4417	1
KOSPI200 (t=0)	-0.4003	0.3146	0.0933
KOSPI200 (t=+1)	-0.0414	-0.0969	0.1636
Panel B : Kriz öncesi dönemi (2004-2007) işlem hacmi			
	Bireysel	Kurumsal	Yabancı
Bireysel	1		
Kurumsal	-0.5726	1	
Yabancı	-0.3491	-0.5684	1
KOSPI200 (t=0)	-0.4508	0.3784	0.0199
KOSPI200 (t=+1)	-0.0713	-0.0919	0.2165
Panel C: Kriz dönemi (2007-2010) işlem hacmi			
	Bireysel	Kurumsal	Yabancı
Bireysel	1		
Kurumsal	-0.687	1	
Yabancı	-0.4495	-0.3403	1
KOSPI200 (t=0)	-0.3733	0.2767	0.1429
KOSPI200 (t=+1)	-0.0036	-0.1012	0.1291

Panel A’da yabancı yatırımcıların net alımları ile KOSPI200 endeks getirisi arasında ( $KOSPI200_{t=+1}$ ) görülen 0.1636 değerindeki pozitif korelasyon katsayıları bilgiye dayalı işleme işaret etmekte ve alış işleminden sonra KOSPI200 endeksinin artış trendine devam ederek yatırımcıya kar etme imkanı sağladığı göstermektedir. Ancak kurumsal ve bireysel yatırımcılar için böylesi bir durum söz konusu değildir. Bu yatırımcı gruplarının NetAlımları ile KOSPI200 endeks getirisi arasında ( $KOSPI200_{t=+1}$ ) negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Negatif korelasyon katsayıları da bilgiye dayalı olmayan bir işlemin gerçekleştiğini ve yatırım sonrası kayıpların yaşandığını göstermektedir. Özetle, yabancı yatırımcılar bilgiye dayalı işlem gerçekleştirerek kar elde etmekte,

yabancı ve kurumsal yatırımcılar ise bilgiye dayalı olmayan işlem gerçekleştirerek zarara uğramaktadırlar.

Panel B’de kriz öncesi dönemi verileri kullanarak hesaplama yapılmıştır. Yabancı yatırımcılar kriz öncesi dönemde de KOSPI200 endeksinde yükselen trendi yakalayarak, bilgiye dayalı işlem yaptığı görülmektedir. Kurumsal ve Bireysel yatırımcılar ise yine bilgiye dayalı olmayan işlem gerçekleştirmektedirler. Endeks getirisi artarken Yabancı Yatırımcılar net alımlarını arttırmakta ancak Kurumsal ve Bireysel Yatırımcıların ise net alımlarını düşürmektedirler. Kısacası Yabancı Yatırımcılar, Kurumsal ve Bireysel Yatırımcı Grupları ile ters yönde hareket etmektedirler.

Panel C’de kriz dönemi verileri kullanılarak hesaplama yapılmıştır. Kurumsal yatırımcılar kriz döneminde de zarar etmektedir. Aksine Yabancı Yatırımcılar bilgiye dayalı işlem gerçekleştirmekte ve kar elde etmektedir. KOSPI200 endeks getirisinde alçalma trendi başladığında bireysel yatırımcılar işlem gerçekleştirdikleri için kar elde edememektedirler. Özetle, bireysel ve kurumsal yatırımcılar bilgiye dayalı olmayan işlem gerçekleştirirken yabancı yatırımcılar bilgiye dayalı olarak işlem yapmaktadırlar. Yabancı ve bireysel yatırımcılar KOSPI200 endeksinde satma işlemi gerçekleştirirken kurumsal yatırımcı ise satın alma işlemi gerçekleştirmektedir. Fakat Yabancı Yatırımcılar satma işlemi yaparken hem bireysel yatırımcılar hem de kurumsal yatırımcılar satma eğilimindedirler. Bu durum, bir işlemin bilgiye dayalı olup olmadığının belirlenmesinde, işlemin hangi yatırımcı tipi tarafından gerçekleştiğinin önemli olduğunu göstermektedir.

### **6.3.5 Tutarlılık Testleri**

Bu bölümde, literatürdeki benzer çalışmalarda kullanılan net yatırım akışı (*NIF*) değişkenini kullanmanın sonuçlarımız üzerine bir etkiye sahip olup olmadığını anlamak için tutarlılık testleri uygulanmıştır. NIF, bütün yatırımcı gruplarının günlük olarak Kore Borsasında gerçekleştirmiş oldukları alım ve satım hacimleri arasındaki farkın, alım ve satım hacmi toplamına bölünmesiyle elde edilir. (Phansatan vd., 2012; Hong ve Lee, 2011; Oh vd., 2007). Matematiksel olarak aşağıdaki şekilde ifade edilir:

$$NIF_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it}) / (Alım_{it} + Satım_{it})$$

Burada  $i$  yatırımcı grubunu,  $t$  ise işlemin gerçekleştiği günü ifade etmektedir.  $NIF$ 'in daha önce gerçekleştirilen Net Alım Analizine göre avantajı bulunmaktadır. Çünkü  $NIF$ 'in tanımı gereği değişkenlerin aynı anda analize dahil edilmesi tam çoklu doğrusallık problemine sebep olmadığı için, yatırımcı gruplarının alım satım işlemlerinin analize ikili kombinasyonlar vasıtasıyla dahil edilmesine gerek yoktur. Bu nedenle üç yatırımcı grubu aynanda dahil edilerek VAR analizi gerçekleştirilmiştir.

**Tablo 6.13 NIF Ortalama**

	<b>Bireysel Yatırımcı</b>	<b>Kurumsal Yatırımcı</b>	<b>Yabancı Yatırımcı</b>
<b>Ortalama</b>	-0.0001	0.0080	0.0021
<b>Maksimum</b>	0.1059	0.5414	0.5757
<b>Minimum</b>	-0.1217	-0.5943	-0.5519
<b>Std. Sapma</b>	0.0330	0.1335	0.1293

Tablo 6.13 de örneklem ile alakalı bazı temel istatistikler sunulmuştur.  $NIF$  ortalama değerlerine bakıldığı zaman Bireysel Yatırımcıların negatif bir ortalama ile satış işlemi gerçekleştirdiği görülürken Kurumsal ve Yabancı Yatırımcıların ise ters yönde hareket ederek pozitif ortalamaları ile alış işlemi gerçekleştirdiği gözlenmektedir.

**Tablo 6.14 NIF ve Endeks Getirisi için Birim Kök Testi: Augmented Dickey-Fuller İstatistikleri\_NIF**

	<b><math>t</math>-istatistiği</b>	<b>Olasılık</b>
KOSPI200	-33.2151 ***	0.0000
$NIF_{Bireysel}$	-30.4490***	0.0000
$NIF_{Kurumsal}$	-13.6404***	0.0000
$NIF_{Yabancı}$	-13.2272***	0.0000

\*\*\* sembolü % 1seviyesindeki kritik  $t$  -değerlerini belirtmek için kullanılmıştır

Tablo 6.14 de net yatırım akışı (NIF) verileri kullanılarak değişkenlerimize Augmented Dickey-Fuller testi uygulanmıştır. Tablo 6.14 boş hipotezin bütün değişkenler için %1 anlamlılık seviyesinde reddedildiğini göstermektedir. Yani, bütün değişkenlerin birim kökü olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Değişkenlerde herhangi bir birim köke rastlanmadığı için, tüm değişkenler VAR analizine doğrudan dahil edilmiş ve tüm örneklem için sonuçlar Tablo 6.15'te sunulmuştur.

**Tablo 6.15 Tüm Örneklem için NIF ve Endeks Getirisi**

2004 ve 2010 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.  $NIF_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it}) / (Alım_{it} + Satım_{it})$  üç yatırımcı grubu için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\* sembolleri %1 ve %5 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	<b>Sütun I</b>	<b>Sütun II</b>	<b>Sütun III</b>	<b>Sütun IV</b>
	<b>KOSPI200</b>	<b>NIF<sub>Bireysel</sub></b>	<b>NIF<sub>Kurumsal</sub></b>	<b>NIF<sub>Yabancı</sub></b>
KOSPI200(-1)	-0.08*** (-3.11)	0.30*** ( 4.35)	-1.97*** (-7.25)	0.94*** ( 3.94)
KOSPI200(-2)	-0.10*** (-3.75)	0.03 ( 0.42)	-0.24 (-0.86)	0.03 ( 0.14)
NIF <sub>Bireysel</sub> (-1)	-0.02 (-1.03)	0.19*** ( 3.26)	0.28 ( 1.14)	-0.44** (-2.14)
NIF <sub>Bireysel</sub> (-2)	-0.06*** (-2.69)	0.07 ( 1.18)	-0.05 ( -0.24)	0.10 ( 0.50)
NIF <sub>Kurumsal</sub> (-1)	-0.001 (-0.18)	-0.03*** (-2.43)	0.26*** ( 4.71)	0.05 ( 0.94)
NIF <sub>Kurumsal</sub> (-2)	-0.02*** (-2.98)	0.004 ( 0.35)	0.09 ( 1.69)	-0.06 (-1.31)
NIF <sub>Yabancı</sub> (-1)	0.004 ( 0.99)	-0.03*** (-2.96)	0.01 ( 0.26)	0.34*** ( 7.85)
NIF <sub>Yabancı</sub> (-2)	-0.01*** (-2.81)	0.009 ( 0.75)	-0.11** (-2.17)	0.14*** ( 3.22)
C	-9.51E-05 (-0.31)	0.0003 ( 0.35)	0.005 ( 1.66)	0.001 ( 0.43)



Sütun I incelendiğinde KOSPI200 endeks getirisinin bir ve iki gün gecikmeli değerlerinin endeksin bugünkü getirisi ile negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyona sahip olduğu görülmektedir. (Sırasıyla,  $t$ -istatistikleri -3.11 ve -3.75). Sütun II ve Sütun IV'de görüldüğü üzere Endeks getirisinin gecikmeli değerleri ile  $NIF_{Bireysel}$  ve endeks getirisinin gecikmeli değerleri ile  $NIF_{Yabancı}$  arasında pozitif bir korelasyon bulunmaktadır. Fakat sadece bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının pozitif ve 1% seviyesinde anlamlı olması (Sütun II'deki 4.35 değerindeki  $t$ -istatistiği ile 0.30 değerindeki katsayı ve Sütun IV'deki 3.94 değerindeki  $t$ -istatistiği ve 0.94 değerindeki katsayı,) yabancı ve bireysel yatırımcıların momentum yatırım stratejisi izlediğini göstermektedir. Yani, endeks getirisi artarken yabancı ve bireysel yatırımcılar net alımlarını arttırmakta ve endeks getirisi azalırken net alımlarını düşürmektedirler. Ancak, kurumsal yatırımcılar için durum tam tersidir. Sütun III'deki sonuçlar, kurumsal yatırımcıların endeks getirisi ile ters yönde hareket ederek zıtlık stratejisi takip eden yatırımcı gurubuna girdiğini göstermektedir. Bir başka deyişle, endeks getirisi düşerken kurumsal yatırımcılar net alımlarını arttırmakta, endeks getirisi artarken ise net alımlarını azaltmaktadırlar. Özetle, Yabancı Yatırımcılar ve Bireysel Yatırımcılar bir gün evvel piyasada artış (azalış) olmuşsa satın alma (satma) eğilimi gösterirken kurumsal yatırımcılar ise bunun tersi yönlü davranışı sergilemektedir.

**Tablo 6.16 2004-2007 yılları için NIF ve Endeks Getirisi**

2004 ve 2007 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.  $NIF_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it}) / (Alım_{it} + Satım_{it})$  üç yatırımcı grubu için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\*,\* sembolleri %1, %5 ve %10 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	Sütun I	Sütun II	Sütun III	Sütun IV
	KOSPI200	NIF <sub>Bireysel</sub>	NIF <sub>Kurumsal</sub>	NIF <sub>Yabancı</sub>
KOSPI200(-1)	-0.003 (-0.08)	0.06 ( 0.48)	-2.76*** (-4.95)	2.76*** (6.24)
KOSPI200(-2)	-0.07* (-1.74)	-0.06 (-0.5)	0.31 ( 0.53)	0.02 ( 0.05)
NIF <sub>Bireysel</sub> (-1)	-0.04 (-1.47)	0.29*** ( 3.50)	-0.11 (-0.27)	-0.50 (-1.57)
NIF <sub>Bireysel</sub> (-2)	-0.01 (-0.32)	0.01 ( 0.12)	-0.08 (-0.19)	0.48 ( 1.54)
NIF <sub>Kurumsal</sub> (-1)	-0.01 (-0.85)	0.006 ( 0.31)	0.13 ( 1.46)	0.02 ( 0.22)
NIF <sub>Kurumsal</sub> (-2)	-0.01 (-1.32)	-0.004 (-0.22)	0.03 ( 0.4)	0.05 ( 0.66)
NIF <sub>Yabancı</sub> (-1)	0.004 ( 0.64)	-0.01 (-0.68)	-0.06 (-0.68)	0.32*** ( 4.85)
NIF <sub>Yabancı</sub> (-2)	-0.01 (-1.45)	-0.004 (-0.25)	-0.13 (-1.52)	0.22*** ( 3.37)
C	0.0002 ( 0.48)	-0.001 (-1.2)	0.01*** ( 2.53)	-0.001 (-0.30)

Tablo 6.16’de kriz öncesi dönem görülmektedir. Sütun II incelendiğinde kriz öncesi dönemde KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin bireysel yatırımcıların net alımlarına (NIF) bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Fakat Sütun III’deki sonuçlar incelendiğinde, kurumsal yatırımcıların endeks getirisi ile ters yönde hareket ederek zıtlık stratejisi takip eden yatırımcı gurubuna girdiği

görülmektedir. Yani, endeks getirisi düşerken kurumsal yatırımcılar net alımlarını arttırmakta, endeks getirisi artarken ise net alımlarını azaltmaktadırlar. Yabancı yatırımcılar ise tam aksine momentum yatırımcıdır. Benzer şekilde Sütun IV’de bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının pozitif ve 1% seviyesinde anlamlı olması (2.76 ve *t*-istatistiği 6.24) yabancı yatırımcıların momentum yatırım stratejisi izlediğini göstermektedir. Bir başka deyişle, endeks getirisi artarken yabancı yatırımcılar net alımlarını arttırmakta ve endeks getirisi azalırken net alımlarını düşürmektedirler. Özetle, Yabancı Yatırımcılar bir gün evvel piyasada artış (azalış) olmuşsa satın alma (satma) eğilimi gösterirken kurumsal yatırımcılar ise bunun tersi yönlü davranışı sergilemektedir.



**Tablo 6.17 2007-2010 yılları için NIF ve Endeks Getirisi**

2007 ve 2010 yılları arasındaki günlük veriler kullanılmıştır.  $NIF_{it} = (Alım_{it} - Satım_{it}) / (Alım_{it} + Satım_{it})$  üç yatırımcı grubu için hesaplanmış ve ayrıca KOSPI200 Endeksi ile birlikte Vektör Ardışık Bağlanım analizine 2 günlük gecikmeli veriler ile tabi tutulmuştur. Burada  $i$  yatırımcı çeşidini,  $t$  ise günlük veriyi ifade etmektedir. \*\*\*,\*\* sembolleri %1 ve %5 seviyelerindeki anlamlılık düzeylerini belirtmek için kullanılmıştır.

	<b>Sütun I</b> <b>KOSPI200</b>	<b>Sütun II</b> <b>NIF<sub>Bireysel</sub></b>	<b>Sütun III</b> <b>NIF<sub>Kurumsal</sub></b>	<b>Sütun IV</b> <b>NIF<sub>Yabancı</sub></b>
KOSPI200(-1)	-0.12*** (-3.27)	0.41*** (4.83)	-1.59*** (-5.79)	0.08 (0.29)
KOSPI200(-2)	-0.12*** (-3.33)	0.06 (0.69)	-0.31 (-1.12)	-0.1 (-0.26)
NIF <sub>Bireysel</sub> (-1)	-0.012 (-0.33)	0.04 (0.54)	1.01*** (3.77)	-0.57** (-2.07)
NIF <sub>Bireysel</sub> (-2)	-0.10*** (-2.82)	0.14 (1.64)	-0.09 (-0.31)	-0.26 (-0.93)
NIF <sub>Kurumsal</sub> (-1)	0.001 (0.07)	-0.09*** (-3.85)	0.56*** (7.52)	0.01 (0.14)
NIF <sub>Kurumsal</sub> (-2)	-0.03*** (-2.55)	0.03 (1.14)	0.11 (0.41)	-0.19*** (-2.41)
NIF <sub>Yabancı</sub> (-1)	0.004 (0.54)	-0.07*** (-3.62)	0.13** (2.14)	0.35*** (5.80)
NIF <sub>Yabancı</sub> (-2)	-0.02** (-2.30)	0.03 (1.41)	-0.09 (-1.55)	0.06 (0.92)
C	-0.0004 (-0.78)	0.002 (1.51)	-0.002 (-0.46)	0.001 (0.30)

Tablo 6.17 de ise kriz dönemi verileri kullanarak hesaplama yapılmıştır. Sütun IV incelendiğinde kriz döneminde KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin yabancı yatırımcıların net alımlarına (*NIF*) bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Kriz öncesi dönemin aksine bireysel yatırımcılar bu dönemde daha aktif konuma geldikleri görülmektedir. Sütun II'deki sonuçlar incelendiğinde, bir

gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısının pozitif ve 1% seviyesinde anlamlı olması (0.41 ve *t*-istatistiği 4.83) bireysel yatırımcıların endeks getirisi ile aynı yönde hareket ederek momentum stratejisini takip eden yatırımcı grubuna girdiğini göstermektedir. Bir başka deyişle, endeks getirisi artarken bireysel yatırımcılar net alımlarını arttırmakta ve endeks getirisi azalırken net alımlarını düşürmektedirler. Fakat sütun III'deki sonuçlar incelendiğinde, kurumsal yatırımcıların endeks getirisi ile ters yönde hareket ederek zıtlık stratejisi takip eden yatırımcı grubuna girdiği görülmektedir. Yani, endeks getirisi düşerken kurumsal yatırımcılar net alımlarını arttırmakta, endeks getirisi artarken ise net alımlarını azaltmaktadırlar. Bir gün gecikmeli endeks getirisinin katsayısına bakıldığında negatif ve %1 seviyesinde anlamlı (-1.59 ve *t*-istatistiği 5.79) olduğu görülmektedir. Özetle, Bireysel Yatırımcılar bir gün evvel piyasada artış (azalış) olmuşsa satın alma (satma) eğilimi gösterirken Kurumsal Yatırımcılar ise bunun tersi yönlü davranışı sergilemektedir.

#### **6.4. Analiz Sonuçları**

KOSPI200 Endeks getirisi ile çeşitli yatırımcı gruplarının net alımları arasındaki etkileşim VAR yöntemi ile 2004 ve 2010 yılları arasında günlük veriler kullanılarak Kore Borsası için incelenmiştir. VAR analizine yatırımcı gruplarının net alımları ikili kombinasyonlar halinde dahil edilerek, analizlerde tam çoklu doğrusallık probleminin önüne geçilmiştir. Ayrıca, analizler tüm dönem dışında kriz öncesi ve kriz dönemi olarak alt dönemler içinde yapılmıştır.

Ayrıca bu tez çalışmasında sonuçların tutarlılığı farklı değişkenler kullanılarak test edilmiştir. Üç yatırımcı grubu için hesaplanan Net Alım dışında *NIF* ismi ile başka bir değişken de tanımlanmıştır. *NIF*, bütün yatırımcı grupları için ayrı ayrı ve günlük olarak Kore Borsasında gerçekleştirmiş oldukları alım ve satım hacimleri arasındaki fark, alım ve satım hacmi toplamına bölünmesi ile elde edilmiştir. Oluşturulan her iki değişken içinde aynı sonuçlara ulaşılmıştır. Yani, sonuçlar net alımın nasıl tanımlandığına bağlı değildir.

Bulgular ise şu şekilde özetlenebilir. Bütün dönem verileri incelendiğinde yabancı yatırımcıların ve bireysel yatırımcıların momentum stratejisi izleyen yatırımcı grubuna dahil oldukları görülürken, kurumsal yatırımcıların ise zıtlık

stratejisi izleyen yatırımcı grubunda olduğu görülmektedir. Yani Yabancı Yatırımcılar ve Bireysel Yatırımcılar bir gün evvel piyasada artış (azalış) olmuşsa satın alma (satma) eğilimi gösterirken kurumsal yatırımcılar ise bunun tersi yönlü davranışı sergilemektedir.

Kriz öncesi dönemde ise KOSPI200 Endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin bireysel yatırımcıların net alımlarına bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. Kurumsal yatırımcıların zıtlık stratejisi izleyen yatırımcılar olduğu bulunmuştur. Diğer yandan yabancı yatırımcıların ise momentum stratejisi izlemektedir. Bulgular yabancı ve kurumsal yatırımcıların bir gün gecikmeli endeks getirisiyle ilişkisinin istatistiksel olarak güçlü bir şekilde anlamlı olduğu görülmektedir.

Kriz döneminde ise KOSPI200 endeks getirisinin gecikmeli değerlerinin yabancı yatırımcıların net alımlarına bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. Kriz öncesi dönemde olduğu gibi kurumsal yatırımcılar yine zıtlık stratejisi izlerken, bireysel yatırımcılar kriz döneminde momentum stratejisi izleyen yatırımcı grubundadır. Bir gün gecikmeli endeks getirisiyle bireysel ve kurumsal yatırımcıların net alımları arasında istatistiksel olarak güçlü bir şekilde etkileşim olduğu bulunmuştur.

## 7. SONUÇ

Gelişmekte olan her ülke yabancı yatırımcıların sağladıkları sermaye girişine ihtiyaç duymaktadır. Bu sayede sermaye piyasaları yabancı yatırımcılar sayesinde canlanmaktadır. Kore piyasasının sağladığı özel borçlanma ve türev piyasaları birçok yatırımcı gruplarının ilgisini çekmekte özellikle de sahip olduğu yüksek işlem hacmi ve ürün çeşitliliğinin de hem kurumsal hem bireysel hem de yabancı yatırımcılar için caz edici bir ortam sağlamaktadır. Bununla beraber Güney Kore iyi sınıflandırılmış yatırımcı gruplarına ait yüksek frekansta veri setlerini de sağlamaktadır.

Bu tez çalışmasında Kore Borsası Endeks getirisi ile kurumsal, bireysel ve yabancı yatırımcıların net alımları arasındaki olası etkileşim araştırılmıştır. Kore Borsası hem üç farklı yatırımcı grubu için hem de günlük bazda yatırımcı gruplarına göre alım-satım verisini sağladığı için endeks getirisi ile yatırımcı tipine göre net alım arasındaki kısa vadeli etkileşim ölçülebilmektedir. Çalışmada vektör ardışık bağlanım (VAR) ekonometrik yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca 2007 ve 2010 yılları arasında Global Ekonomik Kriz'den Kore Borsası'nın da etkilenebilmiş olacağı düşünülerek, araştırma dönemi kriz öncesi ve kriz dönemi olarak iki alt döneme ayrılarak, analizler alt dönemler içinde gerçekleştirilmiştir.

Öncelikle, bütün dönem VAR analiz sonuçları incelendiğinde, yabancı ve bireysel yatırımcıların momentum stratejisi izleyen yatırımcı grubunda olduğu, kurumsal yatırımcıların ise zıtlık yatırım stratejisi izlediği sonucuna ulaşılmıştır. Yani, Yabancı ve Bireysel yatırımcılar endeks getirisi ile aynı yönde hareket ederken kurumsal yatırımcılar ise endeks getirisi ile ters yönde hareket etmektedirler.

Ayrıca, bütün dönemde yabancı yatırımcılar bilgi dâhilinde KOSPI200 endeksinde işlem gerçekleştirmekte ancak kurumsal ve bireysel yatırımcılar için böylesi bir durumun söz konusu olmadığı bulunmuştur. Momentum veya zıtlık stratejisi izlemenin bilgi dâhilinde işlem yapılıp yapılmadığının bir göstergesi olmadığı gösterilmiştir. Bütün dönem bulguları incelendiğinde bireysel ve kurumsal yatırımcıların bilgi sahibi olmadıkları ancak bu iki yatırımcı tipinin de izledikleri yatırım stratejisinin farklı olduğu görülmektedir. Bireysel Yatırımcılar tüm örnekleme momentum stratejisi izlerken bilgi sahibi olmadan işlem

gerçekleştirmişlerdir. Oysaki Kurumsal Yatırımcılar tam tersi strateji izlerken yine bilgi sahibi olmadan hareket etmişlerdir. Diğer yandan Yabancı Yatırımcılar momentum stratejisi izledikleri halde bilgiye dayalı işlem gerçekleştirmiş ve kar elde etmişlerdir. Bir başka deyişle, önemli olan yatırım stratejisi değil yatırımcı tipidir.

Alt dönemler için yatırım stratejisine dayalı bulgular incelendiğinde ise, kriz öncesi dönemde yabancı yatırımcıların endeks getirisi ile aynı yönde hareket eden momentum stratejisi izleyen yatırımcı grubunda olduğu görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar da aynı şekilde zıtlık stratejisi izleyen yatırımcı grubundadır. Ancak kriz öncesi dönemde bireysel yatırımcıların net alımlarının endeks getirisine bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Kriz döneminde ise yabancı yatırımcıların net alımlarının endeks getirisine bir etkisi olmadığı görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar yine zıtlık stratejisi izleyen yatırımcı grubunda iken bireysel yatırımcılar momentum stratejisi izleyen yatırımcı grubundadır.

Alt dönemler için gerçekleştirilen korelasyon analizleri, işlemlerin bilgiye dayalı olup olmadığı yönünde şu sonuçları üretmektedir. Kriz öncesi dönemde bireysel ve kurumsal yatırımcılar bilgiye dayalı olmayan işlem gerçekleştirirken, yabancı yatırımcılar yine bilgiye dayalı işlem gerçekleştirmişlerdir. Bu dönemde bireysel yatırımcıların ne zıtlık nede momentum yatırım stratejisi izlemedikleri görülmüştür. Kurumsal yatırımcılar zıtlık, yabancı yatırımcılar momentum stratejisi izlemişlerdir. Kriz döneminde ise yabancı yatırımcılar bilgi sahibi oldukları halde belirgin bir yatırım stratejisi izlememişlerdir. Bireysel yatırımcılar ise bilgiye dayalı olmayan işlem gerçekleştirmiş ancak momentum stratejisi izlemişlerdir. Kurumsal yatırımcılar ise yine aynı şekilde bilgiye dayalı olmayan ancak zıtlık stratejisi izleyen yatırımcı grubundadırlar. Özetle, alt dönem analizleri bilgiye dayalı işlem gerçekleştirmenin izlenen yatırım stratejisiyle bağlantılı olmadığını göstermiştir.

Sonuç olarak, tüm dönem ve alt dönem sonuçları incelendiğinde bilgiye dayalı işlem yapmanın izlenen yatırım stratejisinden bağımsız olarak yatırımcı tipine bağlı olduğunu göstermektedir. Yani alım-satım işlemlerinin hangi



yatırımcı tipinin gerekleŖtiđi, iŖlemin bilgiye dayalı olup olmadığını belirlemektedir.



## KAYNAKÇA

Akdiş, M. (1989, Mayıs/Haziran). Türkiye'de Sermaye Piyasası. *Maliye Dergisi*, 49-57.

*Borsa İstanbul*.(Ocak 2015) Borsa İstanbul: [www.borsaistanbul.com/](http://www.borsaistanbul.com/) adresinden alınmıştır

Çatıkkaş, Ö., & Okur, M. (2008). İMKB'de Yabancı Yatırımcılar Ve İMKB Ulusal100 Endeksi Üzerine Etkileri. *MÖDAV*(3), 161-178.

Çetin, N. (2011). Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Xv(1).

Clark, J., & Berko, E. (1997). Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns:The Case of Mexico. *Reserve Bank of Newyork Staff Reports*.

Çonkar, K., & At, H. A. (2002). Riskten Korunma Arası Olarak Türev Ürünlerin Gelişmiş Ülkeler ve Türkiye'de Kullanımı. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, IV(2).

*Coordinated Portfolio Investment Survey*. (2011). <http://cpis.imf.org/> adresinden alınmıştır

DALĞAR, H. (2006, Nisan). Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları Ve Performanslarının Değerlendirilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi SBE Doktora Tezi*.

*Economis Statistics System*. (2014). *Economis Statistics System*: [http://ecos.bok.or.kr/EIndex\\_en.jsp](http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp) adresinden alınmıştır

Elmas, B. (2010). Yabancı Portföy Yatırımlarının İMKB'ye Etkisi: İMKB'de Endeks Bazlı Bir Çalışma. *İMKB Dergisi Cilt: 12 Sayı: 47 ISSN 1301-1650*, 12(47), 1301-1650.

Enders, W. (2003). *Applied Econometric Time Series*. United States of america: Wiley Series,second edition.

- Erdoğan, O., & Özer, L. (1998). Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar. *İMKB Yayınları*, 37-38.
- Errunza, V. (2001). *Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development* (Cilt 9 No:4). Review of International Economics.
- Froot, K. A., O'Connell, P. G., & Seasholes, M. S. (2001). The portfolio flows of international investors. *Journal of Financial Economics*(59), 151-193.
- Globalization101*. Aralık 2014 tarihinde Factors Influencing Foreign Investment Decisions: <http://www.globalization101.org/factors-influencing-foreign-investment-decisions/> adresinden alındı
- Gujarati, D. N. ((1999) (çev.)). *Temel Ekonometri*. (Ü. Şenesen, Çev.) İstanbul: Literatür Yayınları.
- Hong, G., & Lee, B. S. (2011). The Trading Behavior And Price Impact Of Foreign, Institutional, Individual Investors And Government: Evidence From Korean Equity Market. *Hong, G., Lee, B.S., Evidence From Korean Equity Market*, *Japan and the World Economy*, 273–287.
- Hyojaro, J.-g. v. (2011). *Kore Gerçeği*. 2014 tarihinde Gateway to Korea : [www.korea.net](http://www.korea.net) adresinden alındı
- IMF*. Aralık 2014 tarihinde <http://elibrary-data.imf.org/public/FrameReport.aspx?v=3&c=26593546> adresinden alındı
- Kandır, S. Y. (2004). Yabancı Yatırımcıların Türkiye'deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması. *Çukurova Üniversitesi, İİBF*, 199-209.
- Karlı, M. (1990). *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Kaya, A. (2011). Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri Ve Menkul Kıymetler Piyasasına Etkileri. *Erzurum Üniversitesi, SBE, Doktora Tezi*.

- Kim, J., Landi, J., & Yoo, S. S. (2009). Inter-temporal examination of the trading activities of foreign investors in the Korean stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*(17), 243–256.
- Korean Exchange*. Şubat 2015 tarihinde Korean Exchange: [http://eng.krx.co.kr/m9/m9\\_1/m9\\_1\\_3/UHPENG09001\\_03.html](http://eng.krx.co.kr/m9/m9_1/m9_1_3/UHPENG09001_03.html) adresinden alınmıştır
- Korean Exchange*. Şubat 2015 tarihinde Korean Exchange: <http://eng.krx.co.kr/> adresinden alınmıştır
- Korean Statistical Information Service*. Mart 2015 tarihinde Korean Statistical Information Service: [http://kosis.kr/eng/statisticsList/statisticsList\\_01List.jsp?vwcd=MT\\_ETITLE&parmTabId=M\\_01\\_01#jsClick](http://kosis.kr/eng/statisticsList/statisticsList_01List.jsp?vwcd=MT_ETITLE&parmTabId=M_01_01#jsClick) adresinden alındı
- Oh, N. Y., & Parwada, J. T. (2007). “Relations Between Mutual Fund Flows And Stock Market Returns in Korea”. *International Financial Markets, Institutions and Money*(17), 140–151.
- Oh, N. Y., Parwada, J. T., & Walter, T. S. (2008). Investors' Trading Behavior And Performance: Online Versus Non-Online Equity Trading in Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*(16), 26–43.
- Phansatan, S., Powell, J. G., Tanthanongsakkun, S., & Treepongkaruna, S. (tarih yok). Investor type trading behavior and trade performance: Evidence from the Thai stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*(20), 1–23.
- Richards, A. (2005). Big Fish in Small Ponds: The Trading Behavior and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets”. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 40(1), 1-27.
- Rodoplu, G. (1996). 2.000’li Yıllara Doğru Türk Sermaye Piyasası. *Süleyman Demirel Üniversitesi*, 63-75.
- Sarılı, S. (2010). Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul.

T.C.Millî Eğitim Bakanlığı . (2007). Muhasebe Ve Finansman Sermaye Piyasası Faaliyetleri”. *MEGEP (Meslekî Eğitim Ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi)*.

*The Bank of Korea*. Mart 2015 tarihinde The Bank of Korea: <http://www.bok.or.kr> adresinden alındı

*Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği*. Aralık 2014 tarihinde Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği: <http://www.tkyd.org.tr/T/yatirimci.aspx> adresinden alındı

*Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği*. (2008). Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği: [http://www.tkyd.org.tr/T/kurumsal\\_yatirimci.aspx](http://www.tkyd.org.tr/T/kurumsal_yatirimci.aspx) adresinden alınmıştır

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. (2004). Güney Kore Ve Türkiye Sermaye Piyasaları. *TSPAKB(14)*.

Ülkü, N., & İkizlerli, D. (2012). The interaction between foreigners' trading and emerging stock returns: Evidence from Turkey. *Emerging Markets Review(13)*, 381–409.

Ülkü, N., & Porras, E. (2015). Foreigners' Trading and Stock Returns in Spain. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 111–126.

Ülkü, N., & Weber, E. (2014). Identifying the Interaction between Foreign Investor Flows and Emerging Stock Market Returns. *Review of Finance*, 1541–1581.

Umutlu ,M., Akdeniz, L., & Altay-Salih, A.(2013). Foreign Equity Trading and Average Stock-return Volatility. *The World Economy*, 1211-1228

Umutlu, M., & Shackleton, M. B. (2015). Stock-return Volatility and Daily Equity Trading by Investor Groups in Korea. *Pacific-Basin Finance Journal (34)*, 43–70

Yurtseven, S. S. (2007, Temmuz). Türkiye’ De Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcı Olarak Sigorta Sirketlerinin Faaliyet Etkinliginin Veri Zarflama

Analizi İle Ölçümü. *Yıldız Teknik Üniversitesi, SBE, Yüksek lisans tezi.*  
İstanbul.

Zor, İ., & Aslanoğlu, S. (2000). Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları:Türkiye'de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin. *Kırıkkale Üniversitesi Dergisi*, 184-196.

