

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
PARA VE BANKA PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

HİSSE SENEDİ PORTFÖYLERİNİN YÖNETİMİNDE PRATİK YAKLAŞIMLAR VE İMKB UYGULAMASI

Erhan ZENGİN

Danışman
Yrd. Doç. Dr. İsmail MAZGİT

2006

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum **“Hisse Senedi Portföylerinin Yönetiminde Pratik Yaklaşımlar ve İMKB Uygulaması”** 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.

Tarih

.../.../.....

Erhan ZENGİN

YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Erhan ZENGİN
Anabilim Dalı : İktisat
Programı : Para ve Banka
Tez Konusu : Hisse Senedi Portföylerinin Yönetiminde Pratik Yaklaşımlar ve İMKB Uygulaması
Sınav Tarihi ve Saati :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 18.maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI	<input type="radio"/>	OY BİRLİĞİ ile	<input type="radio"/>
DÜZELTME	<input type="radio"/>	OY ÇOKLUĞU	<input type="radio"/>
RED edilmesine	<input type="radio"/>	ile karar verilmiştir.	

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. ***
Öğrenci sınava gelmemiştir. **

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.
*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez, burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.

Evet	<input type="radio"/>
Tez, mevcut hali ile basılabilir.	<input type="radio"/>
Tez, gözden geçirildikten sonra basılabilir.	<input type="radio"/>
Tezin, basımı gerekliliği yoktur.	<input type="radio"/>

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

.....	<input type="checkbox"/>	Başarılı	<input type="checkbox"/>	Düzeltilme	<input type="checkbox"/>	Red
.....	<input type="checkbox"/>	Başarılı	<input type="checkbox"/>	Düzeltilme	<input type="checkbox"/>	Red
.....	<input type="checkbox"/>	Başarılı	<input type="checkbox"/>	Düzeltilme	<input type="checkbox"/>	Red

ÖNSÖZ

Bu çalışma süresince her türlü destek ve yardımını esirgemeyen tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. İsmail Mazgit' e teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca yaşamım boyunca benden güven ve desteklerini esirgemeyen aileme de sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Eylül 2006
İzmir

Erhan ZENGİN

ÖZET

Tezli Yüksek Lisans Tezi

Hisse Senedi Portföylerinin Yönetiminde Pratik Yaklaşımlar ve İMKB
Uygulaması

Erhan ZENGİN

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Ana Bilim Dalı
Para ve Banka Programı

Günümüzün hızla değişen rekabetçi ortamı, yatırım kararı verirken etkinliği zorunlu kılar. Pek çok diğer alanda olduğu gibi, yatırım alanında da uzmanlık ve altyapı yetersizliği verimli sonuçlar alabilmeyi olanaksız hale getirir. Bugün artık portföy yönetimi hizmeti yatırım süreci içerisinde vazgeçilmez olarak yerini almıştır.

Yatırım kararlarında portföy yönetimi önemli bir iştir. Bu, saf önseziden analiz tekniklerine kadar geniş bir yelpazedeki yöntemlerin aracılığıyla gerçekleştirilebilir.

Bu çalışmanın amacı, yatırımcıların hisse senetleri portföylerinin yönetiminde uygulayabilecekleri pratik yaklaşımları ele alıp İMKB’de yer alan hisse senetlerinden oluşan bir portföy oluşturarak uygulama yapmaktır.

Anahtar Kelimeler: 1) Portföy 2) Portföy Yönetimi 3) Pratik Yaklaşımlar

ABSTRACT

Master of Degree With Thesis

**Practical Approaches in Managing Stock Portfolios and
An ISE Practice
Erhan ZENGİN**

**Dokuz Eylül University
Institute of Social Sciences
Programme of Money and Banking**

The competitive world of today obliges people to be more efficient while making investments. Like in many other fields, approaches in investment without background are usually fallible. The portfolio management is, by now, indispensable in investment process.

Portfolio management is an important task in investment decisions. This can be achieved by means of different methods in a broad spectrum from simple intuition to technical analyses.

The aim of this study is to discuss practical approaches which investors could apply in managing stock portfolios and to practise these approaches by making a portfolio which contains the stocks that take place in Istanbul Stock Exchange (ISE).

Key Words: 1) Portfolio 2) Portfolio Management 3) Practical Approaches

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ	II
YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI	III
ÖNSÖZ	IV
ÖZET	V
ABSTRACT	VI
İÇİNDEKİLER	VII
KISALTMALAR	XI
EKLER LİSTESİ	XII
TABLolar LİSTESİ	XIII
ŞEKİLLER LİSTESİ	XIV
GİRİŞ	XV

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL PİYASALARA GENEL BİR BAKIŞ

1.1. FİNANSAL PİYASALAR	1
1.1.1. Finansal Piyasa Kavramı ve Unsurları	1
1.1.2. Finansal Piyasaların İşlevleri	2
1.1.3. Finansal Piyasa Çeşitleri ve Özellikleri	2
1.1.3.1. Para Piyasası	3
1.1.3.2. Sermaye Piyasası	3
1.1.3.3. Para Piyasası İle Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler	5
1.2. SERMAYE PİYASASINDA YATIRIMCILAR (FON ARZ EDENLER)	6
1.2.1. Bireysel Yatırımcılar	7
1.2.2. Kurumsal Yatırımcılar	8
1.2.2.1. Sosyal Güvenlik Kurumları	9
1.2.2.2. Sigorta Şirketleri	10
1.2.2.3. Özel Emeklilik Kurumları	10
1.2.2.4. Kollektif Yatırım Kuruluşları	11
1.2.2.4.1. Yatırım Ortaklıkları	11
1.2.2.4.2. Yatırım Fonları	12

1.2.2.5. Diğer Kurumsal Yatırımcılar	13
1.3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI	14
1.3.1. Hisse Senetleri	15
1.3.1.1. Hisse Senedi Türleri	16
1.3.1.2. Hisse Senedi Fiyat Tanımları	18
1.3.2. Tahviller	18
1.3.3. Katılma İntifa Senedi (KİS)	20
1.3.4. Kar Zarar Ortaklığı Belgesi (KZOB)	20
1.3.5. Oydan Yoksun Hisse Senetleri (OYHS)	21
1.3.6. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar	22
1.3.7. Finansman Bonoları	23
1.3.8. Gelir Ortaklığı Senetleri	23
1.3.9. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)	24
1.3.10. Gayrimenkul Sertifikası	25
1.3.11. Yabancı Sermaye Piyasası Araçları	26
1.4. YATIRIMLARLA İLGİLİ RİSKLER VE TOPLAM RİSKİN KAYNAKLARI	27
1.4.1. Sistematik Riskin Kaynakları	30
1.4.1.1. Satın Alma Gücü Riski	31
1.4.1.2. Faiz Oranı Riski	32
1.4.1.3. Piyasa Riski	32
1.4.1.4. Politik Risk	33
1.4.1.5. Kur Riski	34
1.4.2. Sistematik Olmayan Riskin Kaynakları	34
1.4.2.1. Finansal Risk	34
1.4.2.2. İş ve Endüstri Riski	35
1.4.2.3. Yönetim Riski	35
1.4.3. Risk Karşısındaki Tutumlarına Göre Yatırımcılar	36
1.4.3.1. Riskten Kaçan Yatırımcılar	36
1.4.3.2. Riske Kayıtsız Kalan Yatırımcılar	37
1.4.3.3. Riskten Kaçmayan Yatırımcılar	38

İKİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY YÖNETİMİ VE PRATİK YAKLAŞIMLAR

2.1. PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİMİ KAVRAMI	40
2.1.1. Portföy Kavramı	40
2.1.2. Portföy Yönetimi ve Önemi	41
2.1.3. Portföy Yönetiminin Amaçları	42
2.1.3.1. Yatırılan Sermayenin Korunması	42
2.1.3.2. Sürekli Bir Gelir Sağlanması	43
2.1.3.3. Değer Artışı Sağlama	43
2.1.3.4. Pazarlanabilme	44
2.1.3.5. Likidite	44
2.1.3.6. Çeşitlendirme	44
2.1.4. Portföy Yönetim Süreci	45
2.1.4.1. Portföy Planlaması	46
2.1.4.2. Yatırım Analizi	47
2.1.4.3. Portföy Seçimi	49
2.1.4.4. Portföy Değerlendirmesi	50
2.1.4.5. Portföy Revizyonu	51
2.1.5. Portföy Çeşitleri	52
2.1.5.1. Oluşumlarına Göre Portföy Çeşitleri	52
2.1.5.1.1. Tamamen Tahvillerden Oluşan Portföyler	53
2.1.5.1.2. Hisse Senetleri ve Tahvillerden Oluşan Portföyler	53
2.1.5.1.3. Tamamen Hisse Senetlerinden Oluşan Portföyler	54
2.1.5.1.4. Diğer Yatırım Araçlarından Oluşan Portföyler	55
2.1.5.2. Yatırımcıların Tercihlerine Göre Sınıflandırma	56
2.2. PORTFÖY YÖNETİMİNDE PRATİK YAKLAŞIMLAR	58
2.2.1. Satın Al ve Elde Tut Stratejisi	59
2.2.2. Maliyeti Ortalama Stratejisi	60
2.2.3. Sabit Değer Stratejisi	62
2.2.4. Sabit Oran Stratejisi	65
2.2.5. Değişken Oran Stratejisi	67
2.2.6. Endeks İçerikli Fon Stratejisi	69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
HİSSE SENEDİ PORTFÖYLERİNİN YÖNETİMİNDE PRATİK
YAKLAŞIMLAR VE İMKB UYGULAMASI

3.1. YATIRIMCI PORTFÖYLERİ (2005 YILI) _____	70
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI _____	71
3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI _____	71
3.4. PORTFÖYE DAHİL EDİLEN ŞİRKETLER VE UYGULAMALAR İÇİN VARSAYIMLAR _____	72
3.5. PRATİK YAKLAŞIM STRATEJİLERİ İÇİN UYGULAMALAR _____	74
3.5.1. Satın Al ve Elde Tut Stratejisi Uygulaması _____	75
3.5.2. Maliyeti Ortalama Stratejisi Uygulaması _____	77
3.5.3. Sabit Değer Stratejisi Uygulaması _____	79
3.5.4. Sabit Oran Stratejisi Uygulaması _____	82
3.5.5. Değişken Oran Stratejisi Uygulaması _____	86
3.5.6. Endeks İçerikli Fon Stratejisi Uygulaması _____	91
3.5.7. Pratik Yaklaşım Stratejilerinin Karşılaştırılması _____	92
3.5.7.1. Stratejilerin Karşılaştırılması- Mayıs 2005 _____	92
3.5.7.2. Stratejilerin Karşılaştırılması- 2005 Bütün Aylar _____	94
SONUÇ _____	99
KAYNAKLAR _____	102
EK _____	112

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ALCAR	: Alarko Carrier
ARCLK	: Arçelik
BSHEV	: Bsh Ev Aletleri
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İMKB U-100	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 100
KİS	: Katılma İntifa Senedi
KİT	: Kamu İktisadi Teşekkülleri
KURUL	: Sermaye Piyasası Kurulu
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
NYSE	: New York Stock Exchange
OYAK	: Ordu Yardımlaşma Kurumu
OYHS	: Oydan Yoksun Hisse Senedi
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TUDDF	: Türk Demir Döküm Fabrikaları
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
YSPA	: Yabancı Sermaye Piyasası Araçlar

EKLER LİSTESİ

EK : HİSSE SENEDİ VE ENDEKS DEĞERLERİ

112

TABLolar LİSTESİ

TABLO 1.1: PARA VE SERMAYE PİYASASINDAKİ FARKLILIKLAR	6
TABLO 1.2: YATIRIM ARAÇLARI VE RİSK DERECELERİ	7
TABLO 1.3: PARANI KENDİN YÖNET YÖNTEMİNİN AVANTAJ VE SAKINCALARI	8
TABLO 2.1: YATIRIMCI TERCİHLERİNE GÖRE PORTFÖY SINIFLAMASI	56
TABLO 2.2: MALİYET ORTALAMA STRATEJİSİ TEORİK ÖRNEĞİ	61
TABLO 2.3: SABİT DEĞER STRATEJİSİ TEORİK ÖRNEĞİ	63
TABLO 2.4: SABİT ORAN STRATEJİSİ TEORİK ÖRNEĞİ	66
TABLO 3.1: TAKASBANK VE MKK NEZDİNDEKİ HESAPLAR	70
TABLO 3.2: HİSSE SENETLERİ KAPANIŞ FİYATLARI	75
TABLO 3.3: SATIN AL VE ELDE TUT STRATEJİSİ	76
TABLO 3.4: MALİYETİ ORTALAMA STRATEJİSİ	78
TABLO 3.5: SABİT DEĞER STRATEJİSİ	80
TABLO 3.6: SABİT ORAN STRATEJİSİ	83
TABLO 3.7: DEĞİŞKEN ORAN STRATEJİSİ	88
TABLO 3.8: ENDEKS FON STRATEJİSİ-I (İMKB U-100 BAZLI)	91
TABLO 3.9: ENDEKS FON STRATEJİSİ-II (SEKTÖR BAZLI)	92
TABLO 3.10: STRATEJİLERİN KARŞILAŞTIRILMASI- MAYIS 2005	93
TABLO 3.11: STRATEJİLERİN KARŞILAŞTIRILMASI (%) - 2005 YILI	95
TABLO 3.12: STRATEJİLERİN KARŞILAŞTIRILMASI (%'YE GÖRE PUANLI) - 2005 YILI	97

ŞEKİLLER LİSTESİ

ŞEKİL 1.1: TOPLAM RİSKİN KAYNAKLARI	28
ŞEKİL 1.2: RİSK BİLEŞENLERİ	29
ŞEKİL 1.3: RİSKTEN KAÇAN YATIRIMCI	37
ŞEKİL 1.4: RİSK KARŞISINDA KAYITSIZ YATIRIMCI	38
ŞEKİL 1.5: RİSKİ SEVEN YATIRIMCI	38
ŞEKİL 2.1: PORTFÖY YÖNETİMİ SİSTEMİ	45
ŞEKİL 2.2: DEĞİŞKEN ORAN PLANI İÇİN BÖLGELER SAPTANMASI	68

GİRİŞ

Tasarrufların sermaye piyasalarına yönlendirilmesi, ülke ekonomisi açısından vazgeçilmez bir unsurdur. Ancak bu piyasalarda kullanılan yatırım araçlarının gün geçtikçe artması, teknolojideki gelişmeler, yapılacak yatırımlardaki zamanlama ve buna benzer nedenlerden dolayı yapılan yatırımlar için gerekli olan yeterli tecrübe ve bilgi birikimine ihtiyaç artmaktadır. Bu konu özellikle de piyasa hakkında yeterli bilgi birikimine ve tecrübeye sahip olmayan küçük yatırımcılar için büyük riskler oluşturmaktadır. Bu nedenle riskin azaltılması adına, bir yerine birkaç yatırım aracından oluşan portföy ve bu portföyleri yönetmek için de bazı yaklaşımlar ön plana çıkmaktadır. Bu yaklaşımlar arasında bazıları temel ve teknik analize dayalı olmaktadır. Ancak bunlar için yeterli bilgi birikimi ve zamana sahip olmayan yatırımcılar açısından portföylerinin yönetiminde pratik yaklaşımlar ön plana çıkmaktadır.

“Hisse Senedi Portföylerinin Yönetiminde Pratik Yaklaşımlar ve İMKB Uygulaması “ adı verilen bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde, finansal piyasalar hakkında genel bazı açıklamalarda bulunulmuş olup finansal piyasalar içerisinde yer alan sermaye piyasaları, bu piyasadaki yatırımcılar, piyasadaki yatırım araçları ve riskler hakkında bilgi verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde portföy ve portföy yönetim kavramları açıklanmaya çalışılıp, portföy yönetiminin önemi, portföy yönetim süreci, portföy yönetiminin amaçları ile oluşumlarına ve yatırımcı tercihlerine göre portföy çeşitlerinin sınıflandırılmasına yer verilmiştir. Konunun özünü oluşturan pratik yaklaşım stratejileri açıklanıp, her bir stratejinin uygulanmasındaki yararlar, sakıncalar ve dikkat edilmesi gereken hususlar irdelenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, açıklanmaya çalışılan bu pratik yaklaşım stratejilerinin İMKB’de uygulanmasına yönelik olarak, 2005 yılı verileriyle, metal eşya ve makine gereç yapım sektörü içerisinde yer alan yirmi dört şirketten, beyaz eşya ve ev aletleri üretimi yapan beş şirketin menkul kıymetlerinden oluşan bir portföy oluşturulmuş olup, uygulanan stratejiler doğrultusunda portföyde meydana gelen değişiklikler irdelenmeye çalışılmış ve son olarak bu stratejilerin karşılaştırmalı bir yorumu yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALARA GENEL BİR BAKIŞ

1.1. FİNANSAL PİYASALAR

1.1.1. Finansal Piyasa Kavramı ve Unsurları

Finansal piyasalar, tasarruf fazlası olan kişilerin, tasarruflarını, tasarruf açığı olan kişilerin kullanımına sundukları piyasalardır. Bu piyasalarda fonların el değiştirmesi, fon talep edenlerin fon arz edenlere bir belge vermesi ile olur. Bu nedenle, finansal piyasalar, finansal varlık olarak ifade edilen kıymetli evrak niteliğindeki bu belgelerin alınıp satıldığı piyasalardır.¹

Finansal piyasalar, tahvil ve hisse senedi piyasaları gibi, fonları üretim amaçlı kullanmayan kişilerden, bu fonları ekonomik verimlilik elde edecek kişilere aktarma konusunda büyük önem taşımaktadır.² Finansal piyasalarda, fon sunanlar ile fon kullananlar arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, fon akımını sağlayan finansal varlıklar ile bunları düzenleyen yasal ve yönetsel (idari) kurallardan oluşan sisteme finansal sistem denir.³ Bu sistemin unsurlarını beş ana başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar:⁴

- a) Fon arz edenler,
- b) Fon talep edenler,
- c) Yatırım ve finansman araçları,
- d) Yardımcı kuruluşlar,
- e) Hukuki ve idari düzen olarak sıralanabilir.

¹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası Analizi ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Kitabevi, 2001, s. 1

² Frederic S.Mishkin, **Money, Banking and Financial Markets**, New York: Harper Colins Publisher, 1992, p. 11

³ Ahmet Erol ve A.Ercan Yıldırım, **Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi**, Ankara: Yaklaşım Yayıncılık, Şubat 2001, s. 31

⁴ İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 13. Basım, İstanbul: Mayıs 1998, s. 1

Finansal piyasalardaki hukuki düzenlemelerin amacı yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesidir.⁵ Başka bir amaç ise, finansal sistemde biriken fonların, tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasında aracılık eden kurumların güvenilirliğinin sağlanmasıdır. Piyasalardaki gelişmelerin denetimi ve yönlendirilmesini sağlamak, finansal varlıkların işleyişi ile işleme taraf olanların hak ve yükümlülüklerini belirlemek, vergilendirmeye ilişkin usul ve esasları saptamak üzere Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, ile başta Vergi Usul Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu olmak üzere temel yasal düzenlemeler yapılmıştır.

1.1.2. Finansal Piyasaların İşlevleri

Finansal piyasaların işlevlerini şu şekilde özetlemek mümkündür.⁶

- Fonların sunanlardan istemde bulunanlara doğru akışını sağlamak,
- Menkul kıymetleri likiditeye çevirmek,
- Menkul kıymetlerin fiyatını oluşturmak,
- Fonları ve ekonomik kaynakları tahsis etmek.

Finansal sistem, genellikle gelişmiş olan ekonomilerde, belirli kurumların ve pazarların bir arada ve karşılıklı olarak birbirlerini etkileyen temel işlevlerini gerçekleştirmek amacıyla bir araya gelmeleri sonucu oluşmaktadır.⁷

1.1.3. Finansal Piyasa Çeşitleri ve Özellikleri

Finansal piyasalar, bu piyasada işlem gören finansal ürünlerin vade yapısına göre para ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılır.⁸

⁵ Ahmet Erol ve A.Ercan Yıldırım, age, s. 32

⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, s. 5

⁷ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, İstanbul: Beta Basım, 1999, s. 112

⁸ Sadi Uzunoglu, **Para ve Döviz Piyasaları**, İstanbul:ECU Eğitim ve Danışmanlık Hizmetleri, 2000, s. 22

1.1.3.1. Para Piyasası

Para piyasası, süresi en çok bir yıl olan finansal araçların çıkarıldığı ve işlem gördüğü, kısa süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır.⁹ Ekonomik birimlerin kısa süreli fon gereksinimlerini karşılamak amacıyla düzenlenen bu piyasa, kısa süreli finansal araçların tedavülünü kolaylaştırır. Fon ilişkileri, organize olmuş bir yapıda gerçekleşiyor ise, “örgütlenmiş para piyasası”; kurumsallaşma gerçekleşmemiş ise, “örgütlenmemiş para piyasası” olarak tanımlanır.

Para piyasası, ekonomik gelişmede mali sistemin ilk aşamasında kurulur ve genellikle işletme sermayesinin finansmanına yönelik bir bütünlük gösterir. Kıymetli evrak niteliğinde finansal araçların hareketlilik gösterdiği bu piyasadaki fonlar, geniş bir alanda ve süratle hareket ederler. Likidite akımı çift yönlü ve yaygındır. Bu nedenle, para piyasasında faaliyet gösteren mali kurumların aktifleri, likiditesi yüksek değerlerden oluşmaktadır.

Para piyasası, merkez bankasının müdahalelerine, ödemeler dengesine, fiyat hareketlerine, politik olaylara ve genelde tüm ekonomik gelişmelere karşı duyarlıdır. Bu özelliği nedeniyle, ekonomi politikalarının uygulandığı ilk alandır.¹⁰

1.1.3.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası, finansal gelişmenin en son aşamasında ortaya çıkan, uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Temel fonksiyonu işletmelerin uzun vadeli yatırımlarına kaynak yaratmak olan sermaye piyasasında, işletmeler çıkarttıkları tahvil ve hisse senetlerini halka satarak topladıkları fonları yeni yatırımlarda veya kapasite artışında kullanmaktadırlar. Böylece sermaye piyasaları ulusal üretim artışında veya kalkınma hızının yükselmesinde başlıca araç durumundadır.¹¹

⁹ Gültekin Rodoplu, **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Birinci Basım, İstanbul: Marmara Üniv. Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, 1993, s. 9

¹⁰ Adil Koruyan, **Sermaye Piyasası-Taraflar, Kurumlar, İşlemler**, 2001, s. 12

¹¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, İstanbul: Güzem Can Yayınları No:19, 2003, ss. 286-287

Sermaye piyasası kendi içerisinde “birincil” ve “ikincil” olarak ikiye ayrılabilir. Birincil sermaye piyasası, fon sağlamak için ilk kez çıkartılan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Bu piyasalara, menkul kıymetlerin ilk kez piyasaya çıkartılıp, ihraçtan alındığı piyasalar da denilebilir.¹² Menkul kıymetlerin ilk kez çıkartıldıktan sonra el değiştirdikleri piyasalar ise ikincil sermaye piyasalarıdır.

Sermaye piyasaları ayrıca “organize olmuş” ve “organize olmamış” şeklinde de ikiye ayrılabilir. Organize olmuş sermaye piyasaları menkul kıymetler borsalarını ifade eder. Borsalar sürekli pazarlar oldukları için yatırımcılar istedikleri zaman menkul kıymeti nakde dönüştürebilirler. Menkul kıymetlerin borsa dışında el değiştirdiği piyasalara da organize olmamış veya “tezgah üstü piyasa” denir. Bu piyasanın belli çalışma koşulları yoktur, işlemler pazarlıkla yapılmaktadır.

Sermaye piyasasının ekonomiye sağladığı yararlar şu şekilde sıralanabilir:

- **Ekonomiye Kaynak Yaratma** : Sermaye piyasası menkul kıymetlerin arzı ile talebinin karşılaşmasını sağlar. Ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması için etkin bir piyasanın olması gereklidir. Fon talep edenler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve ellerinde menkul kıymet bulundurup da bunları satmak isteyenler, piyasada yer almaktadır. Bütçe açığını borçlanma veya özelleştirme yoluyla karşılamak isteyen devletin, kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün ve hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan şirketlerin karşılaşacakları yer sermaye piyasasıdır.¹³

- **Sermayenin Tabana Yayılması** : Sermaye piyasası, halka açılmayı teşvik eder. Etkin ikincil piyasalarda çok sayıda kişiye küçük miktarlarda satış yapılarak küçük tasarrufların büyük teşebbüslere ortak olması ve sermayenin tabana yayılması mümkün olmaktadır.

¹² Muharrem Özdemir, **FinansalYönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi, 1997, s. 468

¹³ <http://www.tspakb.org.tr/yatirimci.htm#Soru3> (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

- **Özelleştirme Çabalarının Hayata Geçirilebilmesi:** Özelleştirmenin temel amacı devletin ekonomide işletmecilik alanından çekilmesini sağlamaktır. Devlet, özelleştirme uygulamalarında sermaye piyasasını da kullanmakta, böylece sermaye piyasalarına yönelmeyen yerli ve yabancı tasarrufları bu piyasalara yönlendirerek hem temel amacını gerçekleştirebilmekte, hem de kamu borçlanmasının azaltılmasını sağlamaktadır.

- **Likidite Sağlama :** Sermaye piyasası, ikincil piyasa vasıtasıyla daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler için sürekli bir pazar oluşmasını sağlar. Her menkul kıymeti her an almak veya satmak mümkün olacağından, menkul kıymetin pazarlanabilirliği, yani likiditesi sağlanmış olur. Bu ortamda, menkul kıymetler yatırımcılar arasında kolaylıkla ve en az maliyetle el değiştirirler.

1.1.3.3. Para Piyasası İle Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler

Ekonominin ve mali sistemin bütünlüğü içinde para ve sermaye piyasası birbirine rakip ve birbirlerinin karşıtı iki piyasa olmayıp; aksine birbirlerini bütünlleyen ve iç içe geçmiş bir özelliğe sahiptir. Bunun nedeni mali sisteme konu olan paranın ve parasal hareketlerin akışkanlığının yüksek olmasıdır. Para ve benzeri tüm ödeme araçları ile mali araçlar, mali sistemin bütünlüğü içerisinde ve kısa bir zaman aralığında para piyasasından sermaye piyasasına veya sermaye piyasasından para piyasasına geçiş yapabilmektedir. Bu nedenle, mali sistemi, reel sektörde olduğu gibi kesin bir çizgiyle para ve sermaye piyasası diye ikiye ayırmak olası değildir. Buna karşın, temel alınan belirli ölçütlerle para ve sermaye piyasası arasında belirgin farklılıklar vardır. Bu farklılıklardan bazıları aşağıda gösterilmiştir.¹⁴

Mali kurumları, mali araçları ve çalışma teknikleri farklı olsa bile, para ve sermaye piyasaları ekonominin bütünlüğünde gelişme ve uzmanlaşma sürecinin sonucudur. Bu yönüyle her iki piyasanın uyum içinde çalışması zorunluluğu vardır.

¹⁴ Adil Koruyan, age, ss. 12-13

Tablo 1.1: Para ve Sermaye Piyasasındaki Farklılıklar

Ölçütler	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
<i>Vade yönünden</i>	Kısa	Orta-uzun
<i>Kaynak yönünden</i>	Bireysel tasarruflar	Bireysel-kurumsal tasarruflar
<i>Kullanım yönünden</i>	İşletme sermayesi (dönen varlıkların finansmanı)	Yatırım sermayesi (duran varlıkların finansmanı)
<i>Mali araç yönünden</i>	Kıymetli evrak	Menkul kıymet
<i>Faiz yönünden</i>	Düşük (göreceli)	Yüksek (göreceli)
<i>Enflasyon etkisi yönünden</i>	Doğrudan	Gecikmeli
<i>Mali ilişki yönünden</i>	Borç ilişkisi	Borç ve mülkiyet ilişkisi

(Kaynak: Adil KORUYAN, 2001 s. 13)

1.2. SERMAYE PİYASASINDA YATIRIMCILAR (FON ARZ EDENLER)

Sermaye piyasasında yatırımcılar, bireysel yatırımcı ve kurumsal yatırımcı olarak ikiye ayrılır.

1.2.1. Bireysel Yatırımcılar

Sermaye piyasasının taraflarından birini oluşturan bireysel yatırımcılar, gerçek kişi yatırımcılardır ve piyasanın temel direğini oluştururlar. İster uzun vadeli düşünen bir yatırımcı olsun isterse konuya kısa vadeli bakan alıp-satıcı olsun, bireysel yatırımcılar piyasanın vazgeçilmez ögesidirler.¹⁵

Bireyler, geleceklelerini garanti altına alacak bir yatırım anlayışı içinde olmalıdırlar. Bunun için birikimlerini kendi yatırım objektifleri çerçevesinde, yatırım araçlarının risk ve getirisini dikkate alarak yatırım kararlarını vermelidirler. Genel olarak yatırım araçlarını ve risk dereceleri Tablo 1.2' de yer almaktadır.¹⁶

Tablo 1.2: Yatırım Araçları ve Risk Dereceleri

Yatırım Araçları	Çeşitleri	Riski	Getirisi
Sabit Getirili	Mevduat, Tahvil ve Bono, REPO, VDMK, Borçlanma Senetleri vb.	Düşük	Düşük
Gayrimenkul	Ev, iş yeri, arazi, arsa vb	Normal	Normal
Hisse Senedi	Yerli, Yabancı, Teknoloji, Gıda vb.	Yüksek	Yüksek
Türev Piyasa	Futures, Opsiyons vb.	Çok Yüksek	Çok Yüksek

(Kaynak: <http://www.kyd.org.tr/T/yatirimci.aspx>)

Bireysel yatırımcılar yatırımlarını iki şekilde yönlendirirler:¹⁷

1- Parayı kendin yönet yöntemi: Yatırımcı kendi imkanlarını kullanarak analizini yapar veya araştırma ve danışmanlık şirketlerinden yatırım önerilerini satın

¹⁵ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası 1. Cilt Taraflar**, İstanbul: Beta Basın Yayın Dağıtım A.Ş., 1999, s. 136

¹⁶ <http://www.kyd.org.tr/T/yatirimci.aspx> (Erişim Tarihi: 21.03.2006)

¹⁷ <http://www.kyd.org.tr/T/yatirimci.aspx> (Erişim Tarihi: 21.03.2006)

alır. Böylece portföyünde nelerin yer alacağına karar verir ve yatırımını yapar. Avantaj ve sakıncalarını **Tablo 1.3'** de sıralanmıştır.

Tablo 1.3: Parayı Kendin Yönet Yönteminin Avantaj ve Sakıncaları

Avantajları	Sakıncaları
<ul style="list-style-type: none">- Yatırımcı parasının hangi yatırım aracında olduğunu bilir.- Yatırımın getirisi tamamı ile kendi kararının sonucudur.- Yatırımcı parasını yönetmekten haz alır.	<ul style="list-style-type: none">- Araştırma yapma ve satın alma maliyeti yüksektir.- Yapılan araştırma yeterli olmayabilir.- 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.kyd.org.tr/T/yatirimci.aspx>)

2- Parayı profesyonel yönetsin yöntemi: Yatırımcı, parasını bir sözleşme çerçevesinde portföy yöneticisine verir ve yöneticinin performansını değerlendirir. Böyle bir durumda parayı kendin yönet yönteminin sakıncalarının büyük bir çoğunluğu ortadan kalkar. Fon yöneticileri yatırım araçlarına ilişkin analizlerini yapar, ekonominin yönünü tahmin eder ve portföyün içerisinde hangi yatırım aracından ne miktarda yer alacağına karar verir. Tek bir yatırımcının araştırma için ayıracağı bütçenin çok daha fazlasını fonun tamamını yönetmek için kullanır ve alım-satımda ödeyeceği komisyon oranı bireyden daha düşüktür. Fon yönetim kurumları şunlardır: Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, gayri menkul yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri.

1.2.2. Kurumsal Yatırımcılar

Bireysel yatırımcıların sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar, tüm dünyadaki sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir paya sahiptirler. Sermaye piyasasında

kurumsal seviyede elde edilen getiriler, genellikle bireysel tasarruf sahiplerinin kendi çabalarıyla birikimlerine kazandırabileceklerinin oldukça üzerinde olmaktadır.¹⁸

Kurumsal yatırımcılar, büyük tutarlarda yatırım yaptıkları, ölçek ekonomilerinden yararlandıkları ve profesyonel yönetici çalıştırdıkları için bireysel yatırımcılardan farklı olarak daha akılcı ve etkin yatırım yapma imkanına sahiptirler. Bu yönlerinden dolayı kurumsal yatırımcılar sermaye piyasasının temel amacı olan kaynak aktarım sürecine önemli katkılarda bulunmaktadır.¹⁹

Kurumsal yatırımcılar; sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta şirketleri, özel emeklilik kurumları, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım kuruluşlarında oluşmaktadır.

1.2.2.1. Sosyal Güvenlik Kurumları

Devlete veya bir işverene bağlı olarak ya da bağımsız olarak kendi işyerlerinde çalıştıkları süreler içerisinde ücretlerinden veya gelirlerinden yasalarla düzenlenen miktarlarda kesilen kesenekler karşılığında çalışanların emeklilik, yaşlılık veya malullük durumlarında kendilerine tazminat ya da aylık maaş ödeyen ve aynı zamanda sağlık yardımları yapan kurumlara “sosyal güvenlik kurumları” denilir. Sosyal güvenlik kurumlarının sermaye piyasasında fon arz eden taraf olarak önemli bir yer işgal etmesinin temel nedeni, kanunlar ile kendilerine verilen görevlerin yerine getirilmesindeki faaliyetleriyle doğrudan ilişkilidir. Örneğin; çalışma hayatına yeni başlayan bir kişi, maaş ya da ücretinden kesilen belirli bir meblağı her ay bu kurumlara yatıracaktır. Normal durumlarda emeklilik işlemlerinin 25 yıl sonunda gerçekleşeceği varsayıldığında, bu kurum kendisine emekli maaşı ödemeye başlayacaktır. Şu halde bu kurumların 25 yıl süreyle topladığı emeklilik keseneklerinin uzun vadeli olarak değerlendirilmesi söz konusudur.²⁰ Toplanan

¹⁸ Oral Erdoğan ve Levent Özer, **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1998, s. 4

¹⁹ Saim Kılıç, **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirilmesi**, Ankara: İMKB Yayınları, 2002, s. 3

²⁰ Adil Koruyan, age, s. 45

emeklilik keseneklerinin uzun vadeli olarak yatırıma dönüştürülmesi ancak sermaye piyasası aracılığıyla gerçekleşebilmektedir. Bu nedenle sosyal güvenlik kurumları*, topladığı emeklilik kesenekleriyle sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak, büyük ve önemli bir portföy sahibi ve yöneticisi niteliğini kazanmaktadırlar.

1.2.2.2. Sigorta Şirketleri

Çeşitli riskleri dağıtmak ya da azaltmak amacı ile sigortacılık hizmetlerini yerine getiren ve sundukları hizmetin karşılığı olarak sigortalıların ödedikleri primlerden oluşan fonları, riskin neden olacağı hasarlar meydana gelinceye kadar mali plasmanlara yönlendiren sigorta şirketleri, bu yönleriyle sermaye piyasasına fon arz eden kurumsal yatırımcılar arasında önemli bir yere sahiptirler.

Sigorta şirketleri, sigorta türleri itibariyle ortaya çıkabilecek hasarları karşılamak amacıyla kendi yasaları gereği zorunlu olarak bulundurmaları gereken teminatları (bu teminatlar da devlet tahvili ve hazine bonosu gibi kıymetlerden oluşmaktadır) dışında, diğer fonlarını kendi risk yönetimi ilkeleri çerçevesinde sermaye piyasası araçlarına yatırarak değerlendirmeleri söz konusudur. Özellikle gelişmiş ekonomilerde hayat ve sağlık sigortası fonları, sermaye piyasalarının önemli bir kaynağını oluşturmaktadırlar.

1.2.2.3. Özel Emeklilik Kurumları

Özel emeklilik kurumları, kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcısı niteliğinde ek sosyal güvenlik garantisi sağlayan kurumsal yapıyı oluşturmak, bireyleri emekliliğe yönelik tasarrufa teşvik ederek emeklilik dönemlerinde refah düzeylerini yükseltecek ek bir gelir sahibi olmalarını sağlamak, emeklilik dönemleri için tasarruf etmek isteyenlere alternatif yatırım imkanları sunmak gibi sosyal amaçlar ile ekonomiye uzun vadeli kaynak sağlayarak istihdamın artırılması ve tasarruf yetersizliği sorununu çözerek ekonomik kalkınmanın hızlandırılması gibi

* Sözü edilen sosyal güvenlik kurumlarıyla, dağıtım ilkesine göre kurulan sosyal güvenlik sistemleri haricindeki kurumlar ifade edilmektedir.

ekonomik amaçların gerçekleştirilmesine yönelik olarak kurulan kurumlardır. Bireysel emeklilik kurumları olarak da bilinen özel emeklilik kurumları, ülkemizde gönüllü katılıma dayalı ve belirlenmiş katkı esası üzerine kurulmaktadırlar.

1.2.2.4. Kollektif Yatırım Kuruluşları

Tasarruf sahipleri ihraççı şirketlerden, aracı kuruluşlardan ya da menkul kıymet borsalarından menkul kıymet almak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Ayrıca bireysel birikimler genelde yeterli büyüklüğe ulaşamadıklarından bunlarla oluşturulan portföyler de riskli portföylerdir. Bu risk anapara bakımından söz konusu olabileceği gibi portföyün getirisi açısından da söz konusu olabilir. Bu nedenle sermaye piyasasında kolektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları oluşturulmuştur.

Kolektif yatırım kuruluşları, hukuki yapılarına göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduklarında yatırım ortaklığı, başka bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulduklarında ise yatırım fonu olarak adlandırılır. Amaç ve ekonomik fonksiyon olarak birbirine benzemekle beraber, çalışma biçimleri ve yatırımcılara sundukları hizmet bakımından yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları birbirlerinden ayrılmaktadırlar.

1.2.2.4.1. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçlarıyla ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.²¹ Basit bir anlatımla yatırım ortaklıkları, faaliyet alanı portföy işletmek olan anonim ortaklık şeklinde kurulmuş kurumsal yatırımcılardır. Yatırım fonlarının oluşumunda geçerli olan inançlı

²¹ **Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri VI, No:4, 4. Bölüm, s. 122

mülkiyetin aksine; tasarruf sahiplerinin bir araya gelmesinde, iştirak halinde mülkiyet başka bir deyişle ortak mülkiyet söz konusudur.

Yatırım ortaklıklarının temel fonksiyonu, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak değişik menkul kıymetlerden oluşacak bir portföy yatırmak ve bu yolla elde ettikleri kazancı ortaklarına payları oranında dağıtmaktır. Yatırım ortaklıklarının temel özellikleri riski dağıtmaları ve düzenli gelir sağlamalarıdır.

Yatırım ortaklıklarına hakim olan temel ilkeler ise şunlardır:²²

- a) Riskin dağıtılması ilkesi,
- b) Profesyonel yönetim ilkesi,
- c) Menkul kıymet portföyü işletmek ilkesi ve
- d) Ortaklıktan doğan haklar ilkesi.

1.2.2.4.2. Yatırım Fonları

Kolektif yatırım kuruluşlarından biri olan yatırım fonları, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan mal varlığı²³ olarak tanımlanmaktadır. Yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetirler. Her bir yatırımcı fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma belgesini alarak fona ortak olurlar.

Yatırım fonları, oluşturdukları portföyler üzerinde revizyon yapabilmektedirler. Büyük hacimli alım-satım da yapabilen yatırım fonları, bu özellikleriyle sermaye piyasasında önemli bir yere sahip kurumsal yatırımcı konumuna gelmektedirler.

²² http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/mkyo/mkyo_tanitimrehberi.htm (Erişim Tarihi: 10.04.2006)

²³ **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri: VII, No:10, 4. Bölüm, s. 162

Yatırım fonlarına hakim olan temel ilkeler şunlardır:²⁴

- a) Riskin dağıtılması ilkesi,
- b) Profesyonel yönetim ilkesi,
- c) Menkul kıymet portföyü işletmek ilkesi,
- d) İnançlı mülkiyet ilkesi ve
- e) Mal varlığının korunması ilkesi.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş esaslara uyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları Kurul'dan izin almak koşuluyla fon kurup yönetebilirler. Buna göre ülkemizde bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, SSK, Emekli Sandığı, Bağ-Kur, Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK) ve özel emeklilik kuruluşları fon kurup²⁵ yönetebilme haklarına sahiptirler.

1.2.2.5. Diğer Kurumsal Yatırımcılar

Belli bir amacı gerçekleştirmek için kurulmuş vakıflar, dernekler ve bağış fonları gibi kurumların yanında, faaliyetleri gereği zaman zaman ellerinde bulunan fonları sermaye piyasası araçlarına yatırarak sermaye piyasasına fon arz eden kurum ve kuruluşlar ise diğer kurumsal yatırımcılar arasındadırlar.

Dernek, vakıf gibi kurumsal yatırımcıların fonlarının değerlendirilmesi hususunda ülkemizde yeterli yasal sınırlama yoktur. Yönetici, kurumun fonunu kendi yatırım anlayışı çerçevesinde değerlendirir.²⁶

Bunların dışında bankalar ve özel yatırım şirketleri gibi kurumlarda kendi fon yönetim stratejileri gereği, ellerindeki fonlarla menkul kıymetlere yatırım yapabilmekte, likit ihtiyaçları ortaya çıktığında, bunları nakde çevirebilmektedirler. Yalnız burada dikkat edilmesi gereken konu, bu kurumların sahip oldukları fonları

²⁴ http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/mkyf/mkyf_tanitimrehberi.htm (Erişim Tarihi: 10.04.2006)

²⁵ http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (Erişim Tarihi: 12.04.2006)

²⁶ <http://www.kyd.org.tr/T/yatirimci.aspx> (Erişim Tarihi: 21.03.2006)

sürekli olarak sermaye piyasasına yönlendirmeyip sadece fon fazlası olduğu durumlarda sermaye piyasasına yönelmeleridir.

1.3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşur. Menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir tutarı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul'ca belirlenen, kıymetli evraklardır.²⁷ Hisse senedi ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetlere, tahvil de alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetlere örnek olarak verilebilir. Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraklar ise, diğer sermaye piyasası araçlarını oluşturur. Çek, poliçe, nakit, bono ile mevduat sertifikaları sermaye piyasası aracı olarak sayılmamaktadır.

Sermaye piyasası kanununda belirtilen sermaye piyasası araçları şu şekilde sınıflanmaktadır:

- a) Hisse senetleri,
- b) Tahviller,
- c) Katılma intifa senetleri,
- d) Kar - Zarar Ortaklığı Belgeleri,
- e) Banka Bonoları ve Banka garantili bonolar,
- f) Finansman Bonoları,
- g) Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler,
- h) Gayri Menkul Sertifikaları,
- i) Yabancı Sermaye Piyasası Araçları.

Portföy yönetiminin dinamik yapısı, yatırım araçlarının analiz edilmesi ve gerekli değerlendirmeler yapılarak alternatifler arasından seçim yapılması süreçlerini gerekli kılar. Aşağıdaki bölümde, bu sermaye piyasası araçlarının özelliklerine kısaca değinilecektir.

²⁷ <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=yy> (Erişim Tarihi: 22.05.2006)

1.3.1. Hisse Senetleri

Hisse senetleri, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, pay sahiplerine oranı ölçüsünde ortaklık hakkı veren menkul kıymetlerdir. Diğer sermaye piyasası araçlarına göre riski fazla olmakla birlikte sağladığı haklar bakımından diğer yatırım araçlarından farklı olarak önemli avantajlar sağlayan kıymetlerdir. Hisse senedinin sağladığı haklar şunlardır:²⁸

- Temettü hakkı (kardan pay alma hakkı),
- Rüşhan hakkı (bedelli sermaye artırımına öncelikli katılma hakkı),
- Yönetime katılma hakkı,
- Oy kullanma hakkı,
- Faaliyetler hakkında bilgi edinme hakkı,
- Tasfiyeden pay alma hakkı.

Hisse senedi sahipleri temel olarak iki tür gelir elde ederler:²⁹

1. Kar payı (temettü) geliri: Şirketlerin yıl sonunda elde ettikleri karın dağıtılmasından elde edilen gelirdir. Hisse senedi Borsa'da işlem gören şirketler kar dağıtıp, dağıtmamak konusunda serbesttir. Borsa şirketleri karını nakden veya temettünün sermayeye ilavesi suretiyle hisse senedi ihraç ederek dağıtabilir. Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen halka açık şirketler ise dağıtılabilir karın yarısından az olmamak üzere belirlenecek birinci temettüyü nakden dağıtmak zorundadır.

2. Sermaye kazancı: Zaman içinde hisse senedinin piyasa değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelirdir.

Hisse senetlerinin ekonomik işlevlerini şöyle özetlemek mümkündür:³⁰

a) Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içerisinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.

²⁸ R. Metin Türko, **Finansal Yönetim**, 1.Baskı, İstanbul: Alfa Bası Yayım Dağıtım, Mart 1999, s. 575

²⁹ <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/yatirimyaparken.htm#araclar> (Erişim Tarihi: 23.05.2006)

³⁰ İMKB, age, s. 139

b) Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar ve daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.

c) Hisse senetleri, halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.

d) Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlenen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım hem de gelirinin değerini enflasyona karşı korur.

e) Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır. Bir şirket, yatırım veya işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka hangi yoldan sağlasa, bunun bir aracılık maliyeti vardır ve aracılık maliyetinin en yüksek olduğu finansman türü de banka kredisidir.

1.3.1.1. Hisse Senedi Türleri

Hisse senetleri, hamiline ve nama yazılı olmak üzere ikiye ayrıldığı gibi bu ayrımın dışında çeşitli şekillerde de sınıflandırılabilir.

Hamiline ve nama yazılı hisse senetleri: Bu ayrımın önemi hisse senedi devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır. Hamiline yazılı hisse senetlerinde devir işlemi sadece teslim edilerek tamamlanırken, nama yazılı hisse senetlerinin devir işlemlerinde ise devir, ciro edilmiş senedin devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile mümkün olmaktadır.

Adi ve imtiyazlı hisse senetleri: Hisse senetleri, ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri denilir. Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine nazaran kara iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından şirket ana sözleşmesinde bulunmak kaydıyla, sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilmektedirler. Esas sözleşme ile imtiyazlı hisse senetleri sahiplerine kardan belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülebilir, rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında, tasfiye sonucuna katılmada,

şirket organ üyelerine aday göstermede, tesislerden yararlanmada bazı ayrıcalıklar tanınabilir.³¹ Buradan hareketle en basit ve genel ifadesiyle, özel bir takım üstünlük veya haklar sağlamayan hisse senetlerine adi hisse senetleri; bünyesinde bazı farklılıklar bulunduran hisse senetlerine de imtiyazlı hisse senetleri denilmektedir.³²

Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri: Anonim ortaklıkların bilançosunda yer alan ve öz kaynaklar içerisinde gösterilen yedek akçeler, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme artış fonu, emisyon primiyle gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi suretiyle çıkarılacak yeni hisse senetleri için herhangi bir ödemeye gerek yoktur. Bu değerlerin sermayeye eklenmesiyle mevcut ortaklara bedelsiz olarak verilen hisse senetlerine bedelsiz hisse senetleri adı verilir. Bedelli hisse senetleri ise, sermaye artırımları mevcut ortakların rüçhan haklarını kullanmak ve bedellerini ödemek suretiyle ortaklıklarca çıkarılan hisse senetlerine denir.

Primli ve Primsiz hisse senetleri: Hisse senetlerinin primli veya primsiz olması, bunların nominal (itibari) değer üzerinden veya nominal değer üstünde bir bedelle satılması ile ilgilidir. Genel kural olarak ülkemizde hisse senetleri nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilemez. Nominal değeri üzerinden ihraç edilen hisse senetleri primsiz; nominal değerinin üstünde bir fiyatla ihraç edilen hisse senetleri ise primli olarak adlandırılmaktadırlar.

Kurucu ve İntifa senetleri: Kurucu hisse senetleri, belirli bir sermaye payını temsil etmediği gibi şirketin yönetimine katılma hakkını da vermemektedir. Bu durumda, kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere, şirket ana sözleşme hükümleri gereğince, şirket karının bir kısmını iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılmak şartıyla ihraç edilir. İntifa senetleri ise, şirket genel kurulunun alacağı kararla bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir.

³¹ Hakan Özerol, **Bireysel Yatırımcılar El Kitabı**, 1.Basım, Ankara: Academyplus Yayınevi, Nisan 2003, s. 57

³² Zühtü Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Ticaret ve Araştırma Enstitüsü Yayını, 1988, s. 87

1.3.1.2. Hisse Senedi Fiyat Tanımları

Hisse senedi fiyat kavramındaki başlıca tanımlamalar nominal fiyat, ihraç fiyatı, piyasa fiyatı ve borsa fiyatıdır.

Nominal Fiyat: İtibari fiyat da denilir. Pay senedinin üzerinde yazılı olan fiyattır.

İhraç Fiyatı: Hisse senetlerinin şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Halka arz fiyatı da denilebilir.³³

Piyasa Fiyatı: Sermaye piyasasında işlem gören hisse senedinin alınıp satıldığı fiyat, piyasa fiyatı olarak tanımlanır. Arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyattır.

Borsa Fiyatı: Borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatıdır.

1.3.2. Tahviller

Kamu tüzel kişileriyle anonim ortaklıkların, orta ve uzun vadeli fon taleplerini karşılamak amacıyla itibari kıymetleri eşit, ibareleri aynı olmak üzere çıkarttıkları borç senetlerine tahvil denir.³⁴ Tahviller, bir tür emre yazılı bono olduklarından, ortaklığın iflası ya da tasfiyesi halinde alacaklarını hisse senedi sahiplerinden önce elde ederler. Tahvillerin vadesi iki yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilir. Vade başlangıç tarihinin belirlenmesinde satış süresinin son günü vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir. Tahviller seriler halinde satışa sunulduğunda, serilerin vadelerinin başlangıç tarihleri, her seri için belirlenen satış sürelerinin son günüdür.³⁵

Maliye Bakanlığı tarafından belirli amaçlarla çıkarılan iç borçlanma tahvilleri, uzun vadeli; hazinenin dönemsel ihtiyaçları için çıkarılan tahviller ve hazine bonoları kısa vadelidir. Bununla birlikte enflasyonun hızlandığı ve dolayısıyla

³³ Hakan Özerol, **Finansçı Olmayanlar İçin Finans**, 3. Baskı, Ankara: Academyplus Yayınevi, 2002, s. 143

³⁴ Halit Soydan, **Bankacılık ve Mali Kurumlar**, 2001-2002, s. 148

³⁵ **Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri:II, No:13, 2. Bölüm, s. 64

faizlerin arttığı dönemlerde tüm tahviller bir veya iki yıl vadeli olarak ihraç edilir. Hazine bonoları kısa vadeli, çok defa kuponsuzdur. Devlet tahvilleri ihalelerde teminat olarak kullanılabilir. Kamu kuruluşlarının çıkardığı tahviller de devlet tahvili sayılmaktadır.³⁶

Bilindiği gibi tahvillerde nominal değer ve nominal faiz söz konusudur. Tahvili arz edenin vade sonunda ödeyeceği değere nominal değer denir. Nominal faiz ise, dönem sonlarında nominal değer üzerinden hesap edilecek faiz oranıdır. Piyasa faiz oranı ve işletmenin risk durumuna göre tahvillerin piyasa değerleri nominal değerden farklı olacaktır. Piyasa faizi nominal faizden yüksek ise, tahvilin değeri veya piyasa fiyatı nominal değerinin altında olacaktır.

Tahvil ve bonolar, hisse senedinin aksine mülkiyet senedi değil, borç senedir. Tahvil/bono sahibi, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır, şirketin aktif üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir ve şirketin yönetimine katılamaz.

Tahvil ve bono, vade sonuna kadar elde tutulduğu takdirde, belli bir faiz kazancını garanti eder. Yatırımcı, bono veya tahvili vade sonuna kadar tutmak zorunda değildir. Tahvil ve bonolar da hisse senetleri gibi ikincil piyasada işlem görebilir, piyasaya ilk çıkarılışlarından sonra da alınabilir veya vadesinden önce satılabilirler.

Yatırımcı tahvil ve bonoyu vade sonuna kadar tutarsa, elde edeceği getiriyi satın alma fiyatı ve vadeye bağlı olarak hesaplayabilir. Ancak vadeden önce satarsa, piyasadaki faiz oranlarındaki değişimden etkilenir. Eğer piyasadaki faiz oranları gerilemiş ise, beklenenden daha yüksek bir getiri sağlar, faiz oranları artmış ise beklenenden daha düşük bir getiri sağlar, hatta zarar edebilir.³⁷

³⁶ Mesut Gözütok, "Finansal Yatırım Şirketlerinde Portföy Yönetimi", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, DEÜSBE İşletme Anabilim Dalı, 1994), s.10

³⁷ <http://www.tspakb.org.tr/yatirimci.htm#Soru5> (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

Tahvili cazip hale getirebilmek için, bazı özel tahvil tipleri geliştirilmiştir. Bazılarının ülkemizde teorik olduğu bu tahvil tipleri; primli tahviller, ikramiyeli tahviller, teminatlı tahviller, kara iştirakli tahviller, endeksli tahviller, hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller ve hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerdir.³⁸

1.3.3. Katılma İntifa Senedi (KİS)

Hisse senetleri türevlerinden bir tanesi olup, sahiplerine ortaklık haklarına sahip olmaksızın kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma ve belli bazı olanaklardan yararlanma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır.³⁹ KİS'ler, özellikle halka hisse senedi satarak halka açılmak istemeyen kapalı aile anonim ortaklıklarının, öz sermaye sağlamalarına olanak veren bir araçtır. KİS'in, çıkaran anonim ortaklık açısından en büyük avantajı, yönetimi paylaşmak gereği olmaksızın öz sermaye sağlayabilmesidir.⁴⁰

Hamiline veya nama yazılı çıkarılabilen bu senetler, ortaklık ana sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydıyla süresiz çıkarılabilirler. Üzerinde nominal değeri yazılı olarak çıkarılmakta olan KİS, yurt içinde veya Maliye Bakanlığı izniyle yurt dışında, nakit karşılığı olarak satılabilmektedir.

1.3.4. Kar Zarar Ortaklığı Belgesi (KZOB)

Hisse senedi türevlerinden bir tanesidir. Kar ve zarar ortaklığı belgesi, anonim ortaklıkların finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere, kar ve zarar ortaklığı esasına göre çıkardıkları bir menkul kıymet türü⁴¹ olarak ifade edilebilir. Bu belgeler, kara iştirak anlamına geldiği gibi zarara iştiraki de kapsamaktadır. Kar halinde, belge sahibine kar payı verilirken; zarar halinde ise, KZOB'un değerinden indirim yoluna

³⁸ Öcal Usta, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, İzmir: Anadolu Matbaası, Mart 1999, s. 27

³⁹ <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=yy> (Erişim Tarihi: 22.05.2006)

⁴⁰ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Yenilenmiş 7. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, Mart 1998, s. 775

⁴¹ Vural Günel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, İkinci Baskı, Ankara: SPK Yayını, No:5, 1987, s. 107

gidilir.⁴² Bu belge sahiplerinin, yönetimde söz hakları bulunmamaktadır. Vadeli olarak ihraç edilmektedirler. KZOB 'larda en kısa vade bir ay iken, en uzun vade yedi yıldır.⁴³ Vadeler ortaklık faaliyetinin özelliğine göre muhtelif dönemlerde aylık ve katları olarak düzenlenebilir.

KZOB, anonim ortaklıkların karlılıklarının yüksek olması durumunda önemli bir sakınca içerir. Dağıtılacak kar payı ödemeleri, faiz oranlarını aşarsa, fon maliyeti kredi maliyetini aşar. Bu durumda ortaklığın ortalama fon maliyeti yükselir.

1.3.5. Oydan Yoksun Hisse Senetleri (OYHS)

Hisse senetleri türevlerinden biri olan bu senetler, ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istediğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir.⁴⁴ OYHS çıkarılması, bunları çıkaracak ortaklığın esas sözleşmesinde hüküm bulunmasına bağlıdır.

OYHS, hamiline veya nama yazılı şekilde ihraç edilebilir.⁴⁵ OYHS 'ne tanınan imtiyazlar ve oy hakkının doğru koşulları OYHS üzerine yazılır. Senet üzerinde itibari (nominal) değerin yazılı olması zorunludur. Art arda iki yıl kar etmemiş ortaklıklar OYHS ihraç edemezler. Şirketin herhangi bir nedenle üç yıl üst üste kar dağıtmadığı durumda, bu hisse senetleri adi hisse senetlerine dönüşmektedir.

⁴² Ali Bozer, **Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 1989, s. 256

⁴³ **Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ**, Seri:III, No:27, 2. Bölüm, s. 114

⁴⁴ Mikail Altan ve diğerleri., **Uygulamalı Finans- Örnek Problemler ve Çözümleri**, 1.Baskı, Konya: Atlas Kitabevi, Nisan 2004, s. 156

⁴⁵ **Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri:I, No:30, 2.Bölüm, s. 28

1.3.6. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar

Banka bonoları, kalkınma ve yatırım bankalarının borçlu sıfatıyla düzenleyip, Kurul’ca kaydını alınmasını müteakip ihraç ettiği emre veya hamiline yazılı kıymetli evraktır.⁴⁶ Tanımından da anlaşılacağı gibi; borçlu, banka olmaktadır.⁴⁷ Banka bonolarının vadesi en az 60, en çok 720 gün olmak üzere satış sırasında belirlenerek tanzim anında bono üzerine yazılır.⁴⁸ Bonoların ihraç kararı, özel sektöre mensup bankaların genel kurulları, devlet bankalarında ise, yönetim kurulları tarafından alınır. Bu yatırım aracı için de enflasyon ve faiz oranı riski söz konusudur.

Banka garantili bonolar, anonim şirketlerin banka garantisi olarak ihraç ettikleri kıymetli evraklardır.⁴⁹ Banka garantili bonoların satışın yapıldığı tarih itibariyle vadelerine; en az 60 en çok 720 gün kalmış olması zorunludur.⁵⁰

Banka garantili bono üzerindeki kayıt, garanti veren bankayı, borçlu ile aynı şartlarda ve derecede sorumlu hale getirir. Banka garantili bono hamili, ödeme için, protestoya gerek kalmaksızın, garanti veren bankaya doğrudan başvurabilir.

Kalkınma ve yatırım bankaları, ihraç ettikleri banka garantili bonoların içerdiği mali yükümlülöklere kefil olmuş sayılırlar.⁵¹ Gerek banka bonolarının gerekse banka garantili bonolarının ikincil piyasası vardır.

⁴⁶ **Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri:III, No:12, 2. Bölüm, s. 124

⁴⁷ Fulya Alpan, Gürman Tefvik ve Arman T. Tefvik, **Excel İle Finans**, 3. Basım, İstanbul: Literatür Yayınları, Mart 2001, ss. 241-242

⁴⁸ **Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri:III, No:12, 2. Bölüm, s. 128

⁴⁹ Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, 3. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1998, ss. 61-62

⁵⁰ **Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri:III, No:12, 2. Bölüm, s. 128

⁵¹ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, Ocak 2000, s. 243

1.3.7. Finansman Bonoları

Kısa vadeli finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla çıkarılan finansal piyasa aracıdır. Kısa vadeli banka kredilerini ikame etmeye⁵² yöneliktir. Ülkemizde anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeleri tarafından ihraç edilen finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden fazla olmamak üzere ihraççı tarafından belirlenir.⁵³ Vadenin başlangıç tarihi, finansman bonolarının satışa sunulduğu ilk gündür. Finansman bonolarının taşıdıkları teminat türüne göre, beş çeşidi bulunmaktadır.⁵⁴

- A tipi finansman bonusu (garantisi yoktur)
- B tipi finansman bonusu (finansman bonosunu ihraç eden kuruma gerektiğinde destek kredisi açabileceği garantisini veren bir bankanın garantisini taşır)
- C tipi finansman bonusu (bir banka garantisini taşır)
- E tipi finansman bonusu (hazine garantisini taşır)
- F tipi finansman bonusu (bir anonim şirketin müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadi garantisini taşır)

1.3.8. Gelir Ortaklığı Senetleri

Gelir ortaklığı senetleri köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri, sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları gibi benzer kamu kurum ve kuruluşların gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan senetlerdir.⁵⁵ Sadece elde edilecek gelire ortaklık söz konusu olup bu yolla kamu yatırımlarının finansmanı sağlanmaktadır.

⁵² Paul A. Meyer, **Money, Financial Institutions and The Economy**, Illinois: Irwin Mc Graw-Hill, 1986, p. 161

⁵³ **Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri: III, No:13, 2. Bölüm, ss. 134-135

⁵⁴ <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/yatirimyaparken.htm#araclar> (Erişim Tarihi: 23.05.2006)

⁵⁵ Hüseyin Dağlı, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Trabzon: Eser Ofset , 2000, s. 31

Gelir ortaklığı senetleri, genellikle üç yıl vadelidir ve nominal değer üzerinden satılmaktadır.⁵⁶ Söz konusu senetlere yatırım yapan yatırımcılara, köprü ve baraj vb. gelirlerinin belgelerde yazılı olan yüzdeleri altı aylık dönemler itibariyle dağıtılmaktadır. Senetler, senet satışlarına aracılık eden bankalar tarafından istenildiğinde paraya çevrilebilmektedir. Yatırımcılar, gelir ortaklığı senetlerini vergi avantajı yanında teminat olarak kullanabilme imkanına sahiptirler.

1.3.9. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)

VDMK, Türk finans sistemine Temmuz 1992 tarihinde girmiştir. Bu menkul kıymetleştirme uygulaması ile çok sayıda borçlunun bulunduğu, belli bir zamana yayılmış ve belgelenmiş, alacak kalemleri ile finansal duran varlıkların menkul kıymet haline getirilerek alım satım yapılabilmesi söz konusu olmuştur. Normal olarak işletmeler ortaklık bilançolarının pasiflerine bağlı olarak menkul kıymet çıkarmaktayken, bu uygulama ile aktiflere bağlı olarak da menkul kıymet çıkarabilmektedirler.

VDMK ihraç edebilecek kuruluşlar; genel finans ortaklıkları, bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır.⁵⁷ Banka dışındaki ihraççılardan banka garantisi istenmektedir.

Aşağıdaki konularda VDMK ihraç edilebilir.⁵⁸

- Bankaların gerçek kişilere açmış oldukları tüketici kredileri ve T.C. Ziraat Bankasının açtığı tarım kredileri,
- Konut kredileri,
- Finansal kiralama işlemlerinden doğan alacaklar,
- Faktoring yapan ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığındaki belgeye dayalı alacaklar,

⁵⁶ Özgür İlke Yerlikaya, Portföy Analizi, Portföy Yönetimi ve İMKB’de bir Uygulama, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, DEÜSBE İşletme Anabilim Dalı, 2001), s. 52

⁵⁷ **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği**, Seri:III, No:14, 2. Bölüm, s. 152

⁵⁸ Nur Keyder, **Para-Teori, Politika, Uygulama**, Geliştirilmiş 6. Baskı, Ankara: Beta Dağıtım, 1998, s. 10

- Bankalar dışındaki mal ve hizmet üretiminde bulunan anonim ortaklıklar ve KİT'lerin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlar sebebiyle senede bağlı olacaklar.

Hazine bonosu, finansman bonosu, banka garantili bono ve varlığa dayalı menkul kıymet, iskonto esasına göre satılan yatırım araçlarıdır. Söz konusu yatırım araçlarının vade bitiminde ödenecek nominal değerleri ve satış anında piyasa değerleri bulunur. Öte yandan, bu tür finansal araçların getirisi vadeye kadar bekleme süresindeki değer artışıyla hesaplanır.⁵⁹

1.3.10. Gayrimenkul Sertifikası

Anonim ortaklıkların, bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri hamiline yazılı menkul kıymettir. İhraççıların Kurul tarafından belirlenen bazı şartları taşıması gerekmektedir.

Gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen ortaklıkların;

a) Gayrimenkul sertifikası ihracına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak Kurula başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması,

b) Üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanıma sahip olduğunu belgelendirmesi şarttır.

İhraççının edinimlerinin ve belirlenen cezai şartların bir banka tarafından garanti edilmesi ve gayrimenkul sertifikalarının Kurul kaydına alınması zorunludur. Sertifika ihracı şeklinde elde edilen para, banka tarafından açılan özel bir hesapta toplanır ve bu para vekilin özen borcu çerçevesinde bankaca gelir elde edilecek şekilde ihraççı adına değerlendirilir.

Asli edimi (gayrimenkul sertifikasında belirtilen sürede mülkiyetin gayrimenkul sertifikası sahibine geçirilmesi yükümlülüğü) kullanmak isteyen

⁵⁹ İbrahim Özer Ertuna, *Yatırım ve Portföy Analizi*, İstanbul: 1991, s. 24

sertifika sahipleri, sertifikada belirtilen tarihlerde almak istedikleri bağımsız bölümün gerektirdiği sayıda sertifika ibraz etmek; ihraççı ise, belirtilen sürede gayrimenkulün mülkiyetinin tesisini ve teslimini yapmak zorundadır.

Asli edimin yerine getirilmesi için, belirlenen süre içerisinde başvurmayan veya yeterli sayıda sertifika toplayamayan sertifika sahipleri tali edimin (anapara ve izahnamede belirtilen oranlarda faiz ödemesini veya gayrimenkulün sertifika sahiplerince talep edilmeyen bölümünün banka tarafından açık artırma ile satılarak sertifika sahiplerine dağıtılması) yerine getirilmesi amacıyla başvuruda bulunur.

1.3.11. Yabancı Sermaye Piyasası Araçları

Çıkarıldıkları ülke borsalarında alım satım konusu olan ve Kurulca niteliği belirlenen menkul kıymetler ile hak ve alacakları temsil eden diğer kağıtlar yabancı sermaye piyasası araçları sayılmaktadır.⁶⁰ YSPA'ların işlem kapsamı aşağıdaki gibi sıralanabilir:⁶¹

- Yeni çıkarılan YSPA'ların halka arzı,
- YSPA'ların maliklerince halka arzı,
- Depo sertifikalarının halka arzı,
- YSPA'ların ve depo sertifikalarının tahsisli satışı.

YSPA'nın ve depo sertifikalarının Kurul kaydına alınması zorunludur. Yabancı hisse senetlerinin Türkiye'de halka arz yoluyla satışının, depo sertifikaları vasıtasıyla yapılması şarttır.

Depo sertifikaları Takasbank veya Kurul'ca uygun görülen saklama kuruluşlarında depo edilen yabancı menkul kıymetleri temsilen çıkarılan ve bu menkul kıymetlerin verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, hamiline yazılı,

⁶⁰ **Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri: III, No:20, 2. Bölüm, s. 168

⁶¹ **Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri: III, No:20, 2. Bölüm, s. 169

nominal değeri temsil ettiği yabancı menkul kıymetin para birimi cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmaktadır.

Depo sertifikaları, istenildiğinde depo sertifikası sahiplerince, temsil ettikleri yabancı menkul kıymetler ile değiştirilebilir. Yabancı hisse senetleri ile ilgili genel kurul toplantılarını izleme, onlara katılma ve oy kullanma hakları aracı kuruluş tarafından yapılır.⁶²

1.4. YATIRIMLARLA İLGİLİ RİSKLER VE TOPLAM RİSKİN KAYNAKLARI

Risk hakkındaki bilgilerden bahsetmeden önce risk ve belirsizlik arasındaki farkı ortaya koymak gerekmektedir. Genel olarak yatırımcılar, risk ve belirsizliği aynı anlamda ve de birbirlerinin yerine kullanmaktadırlar. Fakat bu iki kavram birbirlerinden tamamen farklıdır. Şöyle ki risk, ölçülebilirliği, objektifliği ifade ettiği halde; belirsizlik, subjektif ve ölçülemeyen unsurları ifade etmektedir. Yani risk, ölçülebilirken; belirsizlik ölçülemez. Örneğin; belirli bir bölgede petrol arayan bir şirketin petrol bulma olasılığı belirsizlik kavramıyla ifade edilebilir. Buna karşılık, aynı bölgede birçok araştırma yapmış ve elinde bölgeyle ilgili geçmiş veriler olan bir şirketin petrol bulma olasılığı ise risk kavramıyla açıklanabilir.⁶³ Buradan da yola çıkarak şunu söylemek mümkündür; kişi ya da kurum, kararlarını ihtimal dağılımına göre verebiliyorsa riskten söz edilebilir. Aksi durumda ise belirlilik veya belirsizlikten söz edilebilir.⁶⁴

Risk sözcüğü genel anlamıyla, arzu edilmeyen bir olay ya da etkinin ortaya çıkma olasılığını anlatmaktadır.⁶⁵ Finansal açıdan ise risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılıęı⁶⁶ olarak tanımlanmaktadır.

⁶² Halit Soydan, age, s. 167

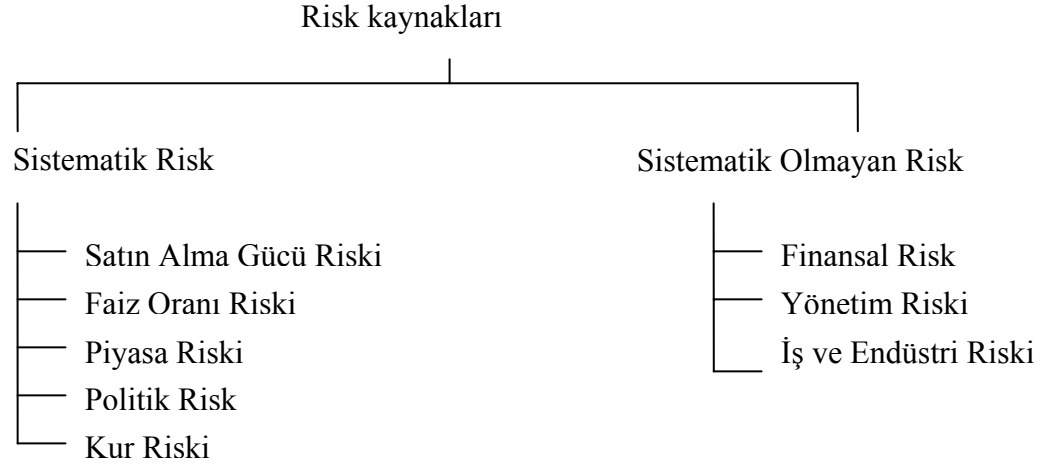
⁶³ Nevser Mine Tükenmez, "Portföy Riski ve Portföy Riskinin Yönetim Araçlarından Biri Olarak Uluslararası Çeşitlendirme", (Yayınlanmamış Doktora Tezi, DEÜSBE İşletme Anabilim Dalı, 1999), s. 17

⁶⁴ Serpil Altınırnak Gökbel, **Süre Temelli Portföyler ve İMKB'nda Uygulanabilirliği**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No: 143, Ekim 2003, s. 3

⁶⁵ Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, İstanbul: Alfa Yayınevi, 1995, s.157

Menkul kıymet yatırımlarında göz önüne tutulacak en önemli unsur, söz konusu menkul kıymete ait risk ve getiri arasındaki ilişkidir. Çünkü yatırım araçlarının seçimi, büyük ölçüde bu iki unsurun karşılaştırılmasını ve bunlar arasındaki uygun bir değişimin saptanmasını gerektirir. Genellikle yatırımcılar, getiri oranı hakkında oldukça fazla bilgi sahibi oldukları halde, risk kavramı hakkında yeterli bir bilgiye sahip değildirlir.⁶⁷ Bu nedenle, risk türleri ve toplam riskin kaynaklarının neler olduğunun açıklanması, bilinçli yatırım kararlarının alınması yönünden çok büyük önem taşımaktadır.

Riski oluşturan pek çok etmen vardır. Bunların bir kısmı makro ekonomik nedenlerden; bir kısmı da mikro ekonomik nedenlerden kaynaklanmaktadır.⁶⁸ Portföy kuramında yatırımcının riski kontrol altına alabilme veya sınırlayabilme olanağının olup olmamasına göre toplam risk, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak iki ana gruba ayrılabilir. Bu durumu, toplam riskin kaynakları olarak **Şekil 1.1**'de göstermek mümkündür.⁶⁹



Şekil 1.1: Toplam Riskin Kaynakları

(Kaynak: Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, 1998, s.33)

⁶⁶ İbrahim Engin Üstünel, **Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2000, s. 4

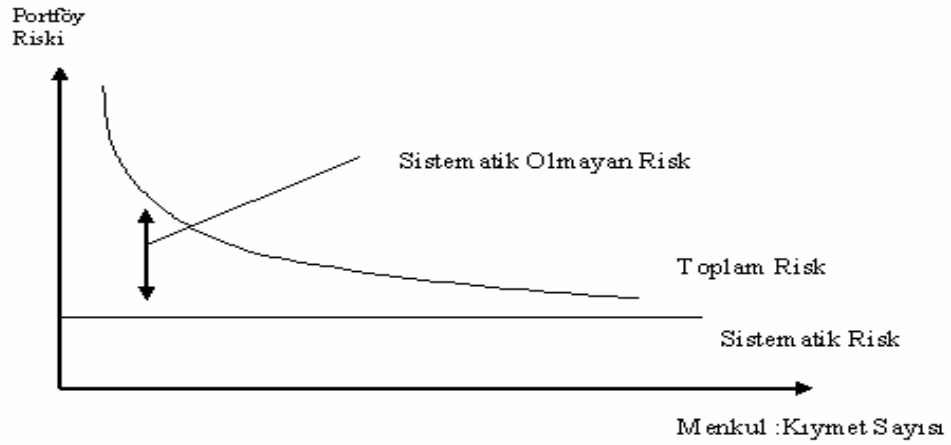
⁶⁷ Hülya Kanalcı, **Hisse Senetlerinin Fiyatlarına Tesir Eden Faktörler**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:77, 1997, s.15

⁶⁸ Ünal Bozkurt, **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, Bursa: İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 1995, s. 83

⁶⁹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 33

Yatırımcıların karşı karşıya kaldığı toplam risk, yukarıda belirtildiği gibi, iki bileşenden oluşur. Toplam riskin bileşenleri, sistematik ve sistematik olmayan risklerdir.

Portföy kuramında çeşitlendirme ile portföy riski arasında bir ilişki olduğu varsayılır.⁷⁰ Çeşitlendirmede amaç riski azaltabilmektir. Çeşitlendirme ile portföy riskinin azalıp azalmadığını aşağıdaki **Şekil 1.2'** de göstermek mümkündür.



Şekil 1.2: Risk Bileşenleri

(Kaynak: Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, 1998, s.34)

Şekilde görüldüğü üzere, sistematik risk, yatay eksene paralel bir doğru ile gösterilmiştir. Bunun anlamı, portföy ne kadar çeşitlendirilirse çeşitlendirilsin, bu risk aynı düzeyde kalacaktır.⁷¹ Ancak sistematik risk, her zaman sabit değildir. Oluşturulan bazı portföyler için, söz konusu risk düzeyi daha aşağı veya daha yukarı bir seviyede oluşabilir. Her portföyde mutlaka bir sistematik risk söz konusudur. Ancak, portföyün çeşidine göre, bunun seviyesi değişebilmektedir. Örneğin; uluslararası sermaye piyasalarından oluşturulan bir portföyle, tek bir ülkedeki menkul kıymetlerden oluşturulan portföyün sistematik riski aynı seviyede olmayacaktır. Sistematik olmayan riski, iyi bir çeşitlendirme ile düşürmek

⁷⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s.34

⁷¹ Özdemir Akmut, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Ankara: 1989, s. 17

mümkündür. Çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde sistematik olmayan risk, sistematik risk seviyesine kadar indirilebilir.

1.4.1. Sistematik Riskin Kaynakları

Sistematik riskin kaynakları, sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişimler olarak sıralanabilir. Söz konusu değişimler, menkul kıymet pazarlarını etkilemektedir.⁷² Kuşkusuz, bu etki, menkul kıymetler arasında farklılıklar gösterir. Genelde, temel endüstriyel maddeler üreten işletmelerde ve dolayısıyla söz konusu işletmelerin hisse senetleri üzerinde, sistematik riskin daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Daha önce belirtildiği gibi sistematik risk, portföyün çeşitlendirilmesi ile giderilemeyen risk olarak tanımlanabilir.⁷³

Başka bir deyişle, sistematik risk, piyasada işlem gören tüm menkul kıymetlerin fiyatlarını aynı anda etkileyen faktörlerin neden olduğu risktir. Beklenen getirilerin sistematik değişkenliği, hemen hemen tüm menkul kıymetler için değişen derecelerde mevcuttur. Çünkü, menkul kıymetlerin fiyatlarının çoğu, sistematik bir şekilde aynı yönde hareket ederler.⁷⁴ 1987 yılında İMKB'ye (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) kote olmuş ve işlem gören 28 şirket üzerinde yapılan bir incelemede, sistematik risk yüzdesi 65,5 olarak hesaplanmıştır.⁷⁵ ABD'de NYSE' de 63 firmanın hisse senetleri üzerinde yapılan bir başka araştırmada da sistematik riskin, toplam riskin yaklaşık % 33'ünü oluşturduğu tespit edilmiştir. Sistematik olmayan riskin hisse senetlerinin değeri üzerindeki etkisinin, Türkiye'nin tersine, daha fazla olduğu saptanmıştır. Bu nedenle, gelişmiş ülke ekonomileri ile karşılaştırıldığında, Türk sermaye piyasasındaki hisse senetlerinin oldukça yüksek sistematik risk taşıdıkları söylenebilir. Bundan dolayı, faiz ve enflasyon oranları veya döviz kurundaki değişiklikler, İMKB'deki hisse senetlerinin fiyatını hemen etkileyebilmektedir.

⁷² Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa: Uludağ Üniv. Basımevi, 1991, s. 302

⁷³ Öztin Akgüç, **Mali Tablolar Analizi**, İstanbul: Muh. Ens. Yayın No: 64, 1995, s. 677

⁷⁴ J. Clark Francis, **Investments Analysis and Management**, 5. Edition, New York: McGraw-Hill Book Company, 1991, p. 205

⁷⁵ Füsün Teziş, "Hisse Senetlerinde Risk Türlerinin Ölçülmesi", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl:9, Sayı:99, Mayıs 1987, s. 45

Yatırımcılar açısından sistematik riskin kontrol olanağı yoktur. Bu nedenle, portföy yönetiminde tek belirsizlik kaynağının sistematik risk olduğu söylenebilir.⁷⁶

Sistematik riskin başlıca kaynakları şunlardır:⁷⁷

1.4.1.1. Satın Alma Gücü Riski

Enflasyon riski olarak da adlandırılan satın alma gücü riski, genel fiyat düzeyindeki değişimler nedeniyle bir varlığın toplam satın alma gücünde meydana gelen potansiyel kayıpları⁷⁸ ifade etmektedir. Eğer fiyatlar genel seviyesi belirgin ve sürekli artıyor ve bu artış, yatırımın getirisinin üzerinde oluşuyorsa, satın alma gücünde azalma meydana gelmiş demektir. Böyle bir durumda, menkul kıymet yatırımları için nominal ve reel olmak üzere iki kazançtan söz edilebilir. Nominal kazanç, paranın satın alma gücündeki düşmeleri hesaba katmadan elde edilen kazançtır. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde, nominal kazanç tam olarak bir anlam ifade etmeyecektir.⁷⁹ Bu nedenle reel kazançtan bahsedilmesi gerekir. Reel kazanç ise, nominal kazancın enflasyondan arındırılmış şekli olarak ifade edilebilir.

Yüksek enflasyon oranları parasal sınırlamalara neden olmaktadır ve enflasyon oranlarındaki değişimler de tüm yatırım araçlarının fiyatlarını farklı derecede etkilemektedir. Sabit gelir sağlayan finansal varlıkların fiyatlarında enflasyonun etkisi daha şiddetli görüldüğü halde, bu etkinin hisse senetleri üzerindeki sonuçları tartışmalıdır. Bir kısım uzmanlara göre, hisse senetleri enflasyona karşı en dirençli finansal araçlardır. Enflasyonla birlikte satış, ciro ve karlılıklarının artması, kar paylarının da yükselişine yol açtığı gibi, şirketlerin enflasyon nedeniyle artan piyasa değerleri, ortakların haklarının azalmasını önlemektedir.⁸⁰

⁷⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 36

⁷⁷ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 37

⁷⁸ J. Clark Francis, **Managements of Investments**, 3. Edition, New York: McGraw-Hill Book Company, 1993, p. 451

⁷⁹ İbrahim Özer Ertuna, age, s. 7

⁸⁰ Muharrem Karşı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Genişletilmiş 5. Baskı, Bursa: Alfa Yayınları, Ocak 2004, s. 595

Öte yandan bir kısım uzmanlara göre ise, enflasyonla birlikte, işletmelerin varlıklarının değeri artsa da bu direkt olarak hisse senedi fiyatlarına yansımamaktadır. Çünkü enflasyonla birlikte, işletmelerde maliyetler de artmaktadır. Böylece işletmelerde satışların artışıyla görülen olumlu etki dengelenmektedir. Bu nedenle de hisse senetlerinin enflasyona karşı dayanıklı olmadığı ifade edilmektedir. Ancak yine de hisse senetlerinin enflasyondan en az etkilenen finansal varlıklar olduğu belirtilmektedir.⁸¹

1.4.1.2. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski, sabit faizle borçlanmayı mümkün kılan menkul kıymetler için esas olan bir risk türüdür.⁸² Faiz oranı riski, piyasa faiz oranının yükselme veya düşme olasılığını ifade eden bir kavramdır.⁸³ Piyasa faiz oranındaki değişimler, sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatlarını ters yönde etkiler. Yani faiz oranı yükselirken sabit getirili menkul kıymet fiyatları düşer, faiz oranı düşerken menkul kıymet fiyatları yükselir. Bunun nedeni, sabit getiri sağlayan menkul kıymetlerin fiyatlarının, gelecekte sağlanacak gelirlerin piyasa faiz oranıyla iskonto edilmiş değerleri toplamına eşit olmasıdır. Faiz oranı değişimleri, sabit getirili yatırım araçları (tahvil gibi) içerisinde vadesine daha fazla gün kalmış olanları, daha büyük oranda etkiler.⁸⁴

1.4.1.3. Piyasa Riski

Sermaye piyasasında bazen belirli nedenlerle bazen de önceden tahmin edilmesi zor veya mümkün olmayan nedenlerle finansal varlıkların piyasa fiyatlarında büyük düşüşler olabilir. İşte bu tür düşüşlerin finansal varlıkların piyasa fiyatları üzerinde yaptığı olumsuz etki, piyasa riski olarak adlandırılmaktadır.

⁸¹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 41

⁸² Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 43

⁸³ Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 4. Baskı, İstanbul: Beta Basım Dağıtım, Mart 2000, s.171

⁸⁴ Mehmet Bolak, age, s.171

Beklenilmeyen bir savaşın başlaması veya bitmesi, seçim yılı olması, politik faaliyetlerin artması, ülkedeki başbakanın veya cumhurbaşkanının hastalanması ya da ölmesi, piyasadaki spekülasyon hareketlerinin artması, altın veya petrol çıkarımının artması vb. faktörler piyasayı etkileyen psikolojik faktörlerdir.⁸⁵ Yatırımcıların gelecek hakkındaki beklentilerinin karamsar ya da iyimser olmasını etkileyen bir çok neden, piyasa riskinin etkinliğini artırıcı veya azaltıcı rol oynayabilir. Bu tür olaylarda önemli olan konulardan birisi de belirsizliktir. Belirsizlik dönemlerinde, yatırımcıların kafalarındaki soru işaretleri artar ve bunun yerini piyasadaki kaçış ya da hareketsizlik alır.

Faiz oranı riski, sabit getiri sağlayan yatırım araçlarını; piyasa riski ise hisse senetlerini daha fazla etkilemektedir. Ayrıca piyasa riski, yüksek kaliteye sahip finansal varlıklardan ziyade, düşük kaliteye sahip finansal varlıklar üzerinde daha fazla hissedilirken aktif olmayan pazarlarda, aktif pazarlara kıyasla daha yüksek piyasa riski söz konusudur.

1.4.1.4. Politik Risk

Dünyada meydana gelen siyasi ve ekonomik krizler, savaşlar, yatırımcıların davranışları üzerinde oldukça etkili olmaktadır. Politik riskin bir başka boyutu da uluslararası ticaretin hacmiyle ilgilidir. Koruma girişimleri, kotalar, döviz kurundaki dalgalanmalar veya yabancı sermaye yatırımları, bu riskin unsurlarını oluşturmaktadır.

Politik risk, politik koşullardaki değişimlerin menkul kıymetlerin getirilerinde meydana getireceği değişiklikleri tanımlamakta kullanılan bir risk türü olarak ifade edilebilir. Politik risk, ulusal ve uluslararası siyasi gelişmelerin bir yansıması olarak ortaya çıkabilir. Bir çok kaynakta ise politik risk, piyasa riskinin içerisinde düşünülerek incelenmektedir.

⁸⁵ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s.48

1.4.1.5. Kur Riski

Kur riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda, paraların değerlerinin değişmesi durumunda ortaya çıkan bir risk türüdür. Kurlar arasındaki değişim ile farklı ülkelerdeki faizler arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Kurlardaki değişkenliğe paralel olarak yabancı ülkelerde yapılan yatırımların karlılıkları da değişebilmektedir.

1.4.2. Sistemik Olmayan Riskin Kaynakları

Toplam riskin diğer bir bölümü olan sistemik olmayan risk, bir şirket veya sektöre bağlı olan risktir. İşçi grevi, yönetim hataları, keşifler, reklam kampanyaları, tüketici tercihlerindeki değişimler, şirket gelirlerinde sistemik olmayan değişimlere yol açabilir. Sistemik olmayan faktörler, diğer endüstriler ve genel olarak menkul kıymetler piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsızdır.

Sistemik olmayan risk, çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyle ortadan kaldırılabilecek bir risk türüdür.⁸⁶ Sistemik riskin kontrol edilmesi imkansız olmasa da zor iken sistemik olmayan riskin kaynaklarında yapılan değişimler ve yönlendirilmelerle azaltılması veya yok edilmesi mümkündür.

Sistemik olmayan riskin kaynakları ise şunlardır:

1.4.2.1. Finansal Risk

İşletmenin borç ödeme yeterliliğinin azalması olarak tanımlanabilen finansal risk, firmanın faaliyetlerini öz kaynaklarla veya yabancı kaynaklarla finanse etmesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Finansal risk, firma gelirlerinin borçlanma sonucu sürekliliğini kaybetmesi ve başta ekonomik olmak üzere, çevresel koşullarda özel ya da genel bir değişikliğe ayak uyduramayarak, faiz ve kar payı ödemelerini gerçekleştirebilecek gelir düzeyinin altına düşmesi tehlikesi olarak da ifade edilebilir.

⁸⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 50

Eğer riski, hisse senedi başına düşen karlarda meydana gelen azalma olarak tanımlarsak, satışların arttığı refah dönemlerinde ya da enflasyonist ortamda, toplam sermayesi içerisinde yabancı kaynak sermayesi fazla olan işletmelerin, hisse senedi başına düşen karları artar. Finansal risk, finansal kaldıraç derecesiyle belirlenir. Hisse senedi ve tahvil karşılaştırıldığında, hisse senedinin finansal riskinin daha yüksek olduğu söylenebilir. Çünkü işletmenin durumu ne olursa olsun, tahvil sahiplerine olan faiz borcu öncelikle ödenmek zorundadır. Ancak faiz borcunun büyüklüğü, hisse senedi sahiplerine ayrılacak kar tutarında büyük dalgalanmalara yol açabilir.⁸⁷

1.4.2.2. İş ve Endüstri Riski

Bazen bir veya birkaç iş kolunda faaliyet gösteren firmaların satışları, karları ve dolayısıyla da hisse senedi fiyatları çeşitli nedenlerle büyük ölçüde dalgalanmalar gösterir. Bu endüstri veya endüstriler dışındaki iş kolları, söz konusu faktörlerden etkilenmez. Endüstride meydana gelmesi beklenen değişimler, ekonomik koşullarda meydana gelen değişimlerle, yasalarda ve tutumlardaki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Bu tür değişimler, işletmenin karını ve dolayısı ile de menkul kıymetlerin değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Endüstri koşullarında meydana gelebilecek değişimler dikkate alınıp işletmelerin gelir ve giderlerinin ne yönde etkilenebileceğini tahmin etmek gerekir. Olumsuz değişimlere açık bir işletmede verim değişkenliği ve dolayısıyla risk de yüksektir. Örneğin; un, demir, kömür gibi temel mallar üreten endüstrilerdeki şirketlerin riski, diğer endüstrilerdeki şirketlere göre daha azdır. Bunun nedeni, bu tür mallara olan talebin daha az dalgalanmasıdır. Bununla birlikte, hammadde kaynakları dışa bağımlı bir endüstrinin riski ise yerli hammadde kullanan bir endüstrinin riskinden daha yüksektir.⁸⁸

1.4.2.3. Yönetim Riski

Firmaların başarıları büyük ölçüde yönetici kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yapılan araştırmalar, firmaların başarısızlıklarının yönetim hatalarından

⁸⁷ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 51

⁸⁸ Rıza Aşıkoğlu, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme**, Eskişehir: Anadolu Üniv. Yayınları, No:35, 1983, ss. 105-106

kaynaklandığını ortaya koymaktadır.⁸⁹ Yönetim hataları hisse senetlerinin değerini belirleyen değişkenleri büyük ölçüde etkiler ve bunun sonucunda, firmanın satışları ve karı azalabileceği gibi riski de artabilir. Bu gelişmeler, kuşkusuz hisse senedi fiyatlarında düşüşe yol açar. Bu nedenle sermaye piyasasının geliştiği ülkelerde işletmelerin başına başarılı yöneticilerin getirilmesiyle birlikte, işletmelerin hisse senetlerinin fiyatlarının arttığı görülmüştür.⁹⁰ Yönetim riski hisse senedi sahiplerini, tahvil sahiplerine göre daha fazla etkileyen bir risk unsurudur. Bu nedenle hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar, yatırım yapacakları işletmenin yöneticilerinin kalitesine büyük önem verirler.

1.4.3. Risk Karşısındaki Tutumlarına Göre Yatırımcılar

Bu bölümde ele alınan konuların şekilleri, fayda fonksiyonundan yararlanarak oluşturulmuştur. Fayda fonksiyonunun özelliği, yatırımcının riske karşı eğilimi hakkında bilgi vermesidir.

Risk karşısındaki tutumlarına göre yatırımcılar üç grupta incelenebilir.⁹¹

1.4.3.1. Riskten Kaçan Yatırımcılar

Bu yatırımcılar riski sevmezler ve riskten korkarlar.⁹² Bu nedenle getirileri belli olan iki yatırımdan daha az riskli olanını tercih ederler. Riskten kaçınan bir yatırımcının sağlayacağı verimliliklerin faydası, her ek üniteye azalarak devam etmektedir. Bu şekilde düşünen yatırımcı için paranın marjinal faydası negatif eğilimlidir.⁹³ Söz konusu yatırımcıların davranışları aşağıdaki şekildeki gibi gösterilebilir. Bu tip yatırımcılar riskli varlıklara yaptıkları yatırım miktarını, kazandıkları zaman azaltırlar. Orta yaşın üzeri yatırımcılar, bakmakla yükümlü olduğu kişilerin sayısı çok olan kişiler ve okul çağında çocukları olan yatırımcılar,

⁸⁹ Mehmet Bolak, age, s. 173

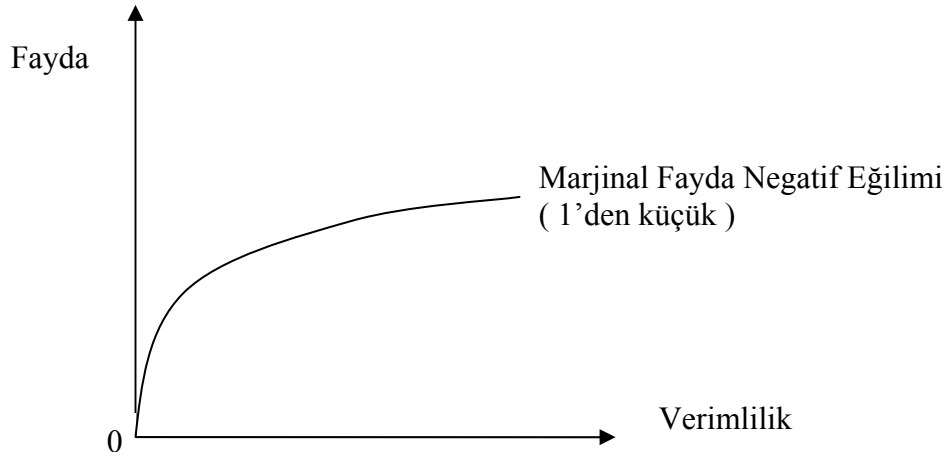
⁹⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, ss. 53-54

⁹¹ Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, **Finans- Teori, Kurum ve Uygulama**, Bursa: Ekin Kitabevi, 2001, s. 197

⁹² Ali Ceylan, "Pay Senedi Değerlemesi", **Uludağ Üniv. İİBF Dergisi**, Cilt:IV, Sayı:1, Bursa, Nisan 1983, s. 142

⁹³ Osman Tekok, **Finansal Yönetim**, Ankara: San Matbaası, 1979, s. 53

sürekli gelir elde ederek geçimini temin etmek zorunluluğunda olan yatırımcılar, ticari ve finansal konularda bilgisi ve araştırma için ayırabileceği zamanı pek fazla olmayan yatırımcılar ve kadınların büyük çoğunluğu, riskten kaçan yatırımcı tiplerine örnek olarak verilebilir.⁹⁴



Şekil 1.3: Riskten Kaçan Yatırımcı

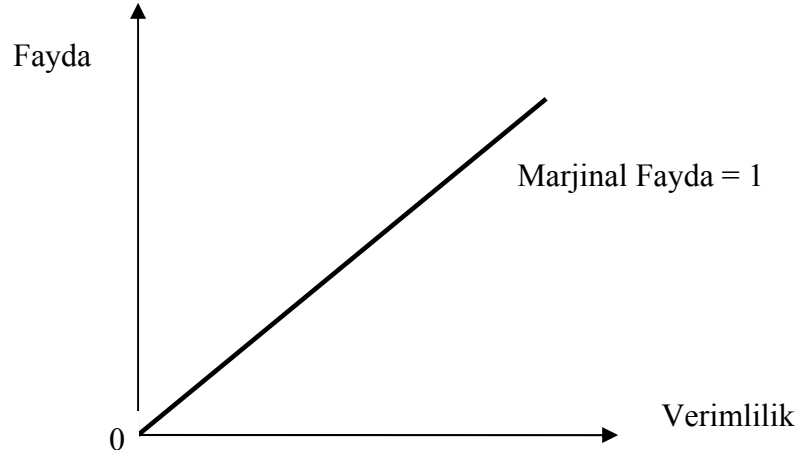
(Kaynak: Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, 1998, s.116)

1.4.3.2. Riske Kayıtsız Kalan Yatırımcılar

Bu tür yatırımcılar riske karşı kayıtsızdırlar. Onlar için hangi yatırımın seçileceği önemli değildir. Yani yatırımcıların risk ve verim arasında kayıtsız oldukları söylenebilir.⁹⁵ Bu tür yatırımcıların davranışları aşağıdaki **Şekil 1.4'** deki gibidir. Bu tip yatırımcılar riskli varlıklara yaptıkları yatırım miktarını, kazandıkları zaman değiştirmezler.

⁹⁴ Nevser Mine Tükenmez, age, s. 9

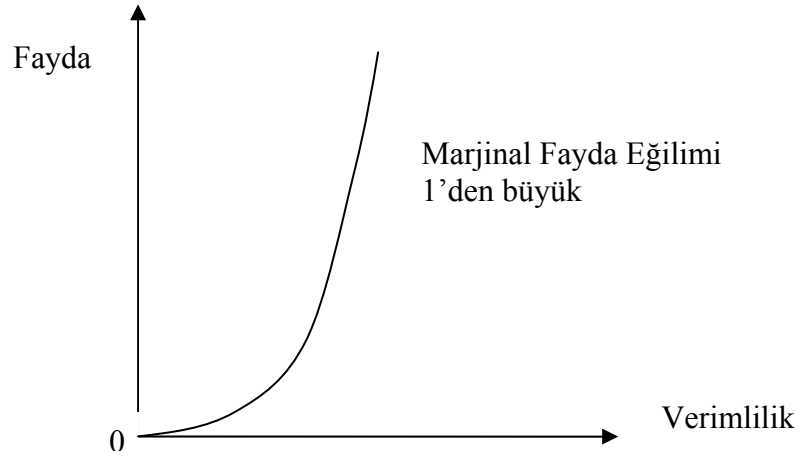
⁹⁵ Atilla Gönenli, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6. Bası, İstanbul: 1988, s. 240



Şekil 1.4: Risk Karşısında Kayıtsız Yatırımcı
(Kaynak: Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, 1998, s.117)

1.4.3.3. Riskten Kaçmayan Yatırımcılar

Bu tür yatırımcılar için yatırımın beklenen faydası, yatırım yapmamanın beklenen faydasından daha büyüktür. **Şekil 1.5'** de bu tür yatırımcıların davranışları gösterilmiştir.



Şekil 1.5: Riski Seven Yatırımcı
(Kaynak: Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, 1998, s.117)

Bu tip yatırımcılar riskli varlıklara yaptıkları yatırım miktarını, kazandıkları zaman arttırırlar. Önlerinde uzun bir çalışma yaşamı olan genç ve orta yaşlı yatırımcılar, büyük bir servete sahip ve yatırım için ayırabilecek yüksek tutarlı fonları olan yatırımcılar, finansal konularda yeterli bilgisi olan dinamik yapıli yatırımcılar ve istisnalar olmakla birlikte erkekler biçiminde sıralanabilir.⁹⁶

⁹⁶ A.S. Donnelly, **The Three R's of Investing**, Illinois: Dow Jones Irwin, 1985, p. 73

İKİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY YÖNETİMİ VE PRATİK YAKLAŞIMLAR

2.1. PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİMİ KAVRAMI

Çalışmanın konusu olan portföy yönetimi stratejilerinin karşılaştırılmasına yönelik olarak, öncelikle bu konunun temel kavramları olan portföy ve portföy yönetimi kavramlarının açıklanması ve ayrıca bu kavramların açıklanmasıyla birlikte, portföy yönetimi hakkında bazı noktalara değinilmesi faydalı olacaktır.

2.1.1. Portföy Kavramı

Portföyle ilgili olarak çeşitli kaynaklarda farklı tanımlara rastlamak mümkündür. Portföy, kelime anlamı olarak “cüzdan”⁹⁷ demektir. Menkul kıymetler açısından portföy, menkul kıymetlerden oluşan bir topluluğu ifade etmektedir.

Portföy, çeşitli menkul kıymetlerden meydana gelen, ağırlıklı olarak hisse senedi, tahviller gibi menkul kıymetlerden ve türev ürünlerden oluşan, belirli bir kişi veya grubun elinde olan finansal nitelikteki kıymetler olarak tanımlanabilir.⁹⁸ Bilindiği gibi, menkul kıymetlere yatırım, belirli amaçlara ulaşmak için yapılmaktadır. Her ne kadar portföy belirli menkul kıymetlerden oluşsa da bu kıymetler arasında bir ilişki olduğundan, portföy, kendine öz, ölçülebilir nitelikleri olan bir varlıktır. Bu nedenle, portföy, içeriği menkul kıymetlerin basit bir toplamı değildir.⁹⁹

Bütün bu açıklamalardan sonra, geniş anlamda portföy tanımı şu şekilde yapılabilir: Portföy, bir takım amaçları gerçekleştirmek isteyen yatırımcıların, sahip

⁹⁷ Cüneyt Akman, **Bireysel Yatırımcının Rehberi**, 1. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001, s. 356

⁹⁸ Erwin Eser Members, **Dictionary Of Economics and Business**, New Jersey: Littlefields, Adams Co., 1976, p. 334

⁹⁹ A. George Christy, C. John Clendenin, **Introduction To Investments**, Sixth Edition, New York: McGraw-Hill Book Company, 1974, p. 645

olduğu, birbirleriyle ilişkisi olan ve kendine öz, ölçülebilir nitelikleri olan yeni bir varlıktır.¹⁰⁰

2.1.2. Portföy Yönetimi ve Önemi

Portföy oluşturmanın temel amacı, yatırım riskini azaltma ve mevcut risk seviyesinde maksimum getirinin sağlanmasıdır. Ancak düşen bir borsada, belirli bir getiri düzeyinin yakalanabilmesi için oluşturulan portföyün sağlayabilecek olduğu fayda, borsa endeksindeki düşme miktarına bağımlı olarak zararın göreceli bir biçimde azaltılması olabilir. Gelişmiş ülkelerde, hisse senedi borsalarından başka her türlü ticari malın vadeli olarak alınıp satılabildiği, vadeli mal piyasaları ile opsiyon piyasaları da bulunmaktadır. Bu tür piyasaların varlığı, portföy yöneticilerine portföy yönetiminde kullanabilecekleri çok farklı sayıda yatırım aracı sağlamaktadır.

Ülkemizdeki yüksek enflasyon koşulları belirli miktarda birikimi olan herkesi düşündürmektedir. Enflasyon baskısı altında, bireyler paralarının değerini korumak endişesi içine düşmektedirler. Böyle bir durumda çoğu yatırımcının tercihi, parasını döviz, altın veya faize yatırmak suretiyle değerlendirmek olmaktadır. Bunun sonucunda yatırımcı çoğunlukla enflasyon civarında bir getiri sağlamakta, hatta bazen Merkez Bankası'nın döviz kurları üzerindeki baskısı nedeniyle enflasyonun altında bir getiri sağlayarak zarar edebilmektedirler.

Bir diğer yatırım aracı da hisse senetleridir. Ancak hisse senetleri yukarıda yer alan yatırım alternatifleriyle kıyaslandığında çok daha riskli araçlardır ve hisse senetlerine yapılacak yatırım, asgari nitelikte bir uzmanlığı da gerekli kılmaktadır. Yeterli tecrübe ve bilgi birikimine sahip olmayan kişilerin, para yönetimi gibi önemli bir konuya girmeleri küçümsenmeyecek riskleri de beraberinde getirecektir. Tüm bunlar “yatırım danışmanlığı” ve “portföy yönetimi” hizmetlerinin yatırımcılara daha iyi tanıtılması gerekliliğini bir kez daha ortaya koymaktadır. Ancak bu şekilde yatırımcıların birikimlerinin yatırımcı lehine değerlendirilmesi mümkün olabilecek ve bu durum borsaya yatırım yapmak isteyen yatırımcı sayısını olumlu yönde

¹⁰⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s.8

etkileyecektir. Bu sayede bu tür kaynakların ekonomiye kazandırılması mümkün olacaktır.

İstikrarlı bir borsa oluşmasında, bilinçli yatırımcıların sayılarının artması birinci derecede önemlidir. Bu konuda en büyük görev şüphesiz İMKB başkanlığına düşmektedir. Yatırım işinin, özellikle de borsa bağlantılı yatırım faaliyetlerinin bir uzmanlık işi olduğu yatırımcılara en açık şekliyle anlatılmalı, yatırım danışmanlığı veya portföy yönetimi hizmetlerinin yatırımcının kolayca ulaşabileceği ve güvенеbileceği hizmetler olması sağlanmalıdır. Ancak bu şekilde istikrarlı bir borsaya giden yolda önemli bir adım atılmış, bilinçli bir yatırımcı kitlesinin oluşmasının yolu açılmış olacaktır.

Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hususlarında gerekli yasal düzenlemeler gerçekleştirilerek, bu konudaki boşluklar doldurulmuştur.¹⁰¹

2.1.3. Portföy Yönetiminin Amaçları

Portföy yönetiminin temel amacı, yapılan yatırımdan fayda sağlamaktır.¹⁰² Söz konusu bu fayda bir kar payı veya faiz geliri biçiminde olabileceği gibi, menkul kıymet piyasa değerinin artışına bağlı olarak elde edilebilecek sermaye kazancı ya da bu ikisinin karışımı biçiminde de olabilir.

Bir finansal yatırımın amaçları olarak görülen ve yatırım kaynaklarında etkili olan faktörler olarak belirtilen etkenler aşağıdaki biçimde özetlenebilir.¹⁰³

2.1.3.1. Yatırılan Sermayenin Korunması

Yatırılan sermayenin satın alma gücünün korunması düşüncesidir. Sermayenin korunması, portföy yönetimindeki dominant güç olmalıdır. Ancak,

¹⁰¹ Özgür İlke Yerlikaya, age, ss. 2-3

¹⁰² F. Amling, **Investments: An Introduction To Analysis and Management**, Sixth Edition, New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1988, pp. 636-638

¹⁰³ S. Büker, **Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri**, Eskişehir: İ.T.İ.A. Yayın No:156/98, 1976, ss. 5-7

sermayenin korunması sadece yatırımın başlangıç anındaki orijinal fonun korunması demek değildir. Önemli olan bu fonun satın alma gücünün korunmasıdır. Bilindiği gibi, (enflasyon nedeniyle ortaya çıkan) satın alma gücü riski, yatırımcıların en fazla önem verdiği risk türü olmaktadır. Bu nedenle enflasyonist ekonomilerde yatırımcıların, yatırım yapacakları menkul kıymetlerdeki değer artışının enflasyon oranından yüksek olmasına dikkat etmeleri gerekmektedir.

2.1.3.2. Sürekli Bir Gelir Sağlanması

Hemen hemen tüm yatırımcıların ortak isteği, yapacakları yatırımdan sürekli ve belirli bir gelir elde etmektir. Kar payı veya faiz biçiminde elde edilen şundaki gelir, bazı yatırımcılar açısından, gelecekte elde edilmesi olası kar payı veya faizden daha değerli olmaktadır. Bu tür yatırımcılar genellikle yüksek risk taşımayan, güvenilir yatırımları tercih edeceklerinden, onlar için en uygun yatırım aracı yeterli ve düzenli kar payı ödemelerinde bulunan hisse senetleri olabilecektir.¹⁰⁴

2.1.3.3. Değer Artışı Sağlama

Değer artışı sağlama, portföy yönetiminin çok arzu edilen ancak bir o kadar da riskli amaçlarından birisidir ve ancak, hisse senetleri için söz konusu olabilir. Bu amacı güden bir yatırımcının temel hedefi; sürekli elde edilecek gelir ve değer artışları yolu ile verimliliği arttırmak, başka bir deyişle servetini maksimum kılmaktır.¹⁰⁵ Sermayeye değer artışı sağlanması, yatırımcının uzun vadeli güvenliğinin artırılması, satın alma gücünün korunması ve yatırıma esneklik sağlanması için gerekli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak dikkat edilmesi gereken nokta, fiyatları sürekli artan hisse senetlerine olan talebin de artması sonucu, gelecekte bu tür senetlerin fiyatlarının düşme olasılığının da bulunmasıdır.¹⁰⁶

¹⁰⁴ Nevser Mine Tükenmez, age, s. 49

¹⁰⁵ A. Aksoy, **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, İkinci Baskı, Ankara: 1988, s. 14

¹⁰⁶ Nevser Mine Tükenmez, age, s. 50

2.1.3.4. Pazarlanabilme

Pazarlanabilme, bir menkul kıymetin satın alınabilme veya satılabilme özelliği biçiminde ifade edilebilir. Bir menkul kıymetin pazarlanabilme derecesi, o menkul kıymetin fiyatı ve pazarının büyüklüğünün bir fonksiyonudur. Bir hisse senedinin pazarının büyüklüğü o hisse senedinin ait olduğu şirketin büyüklüğü, ortakların sayısı ve halkın o hisse senedine gösterdiği ilgi ile belirlenir. Örneğin; fiyatı yüksek olan hisse senetlerinin pazarlanabilme derecesi, fiyatı düşük olan hisse senetlerine göre daha azdır. Diğer taraftan küçük işletmelerin pazarlanabilme dereceleri büyük işletmelere göre daha az olma eğilimindedir.

2.1.3.5. Likidite

Bir finansal yatırımcının amaçlarından biri de, yatırım yaptığı menkul kıymeti istediği an paraya çevirebilmesidir. Herhangi bir menkul kıymet istenildiği an paraya çevrilemiyorsa, düşük bir likiditeye sahip demektir. Likiditenin portföy yönetiminde önemli bir amaç olmasının nedeni; yatırımcıya gelecekte ortaya çıkabilecek çekici fırsatlardan (fiyatların düşmesi vb) yararlanabilme olanağı tanınmasıdır. Bu nedenle portföy yönetiminde yatırım fonunun bir kısmının bu tür amaçlarla bir kenara ayrılması ya da elde edilecek faiz gelirlerinin ve kar paylarının yeni hisselerin satın alınmasında kullanılması yoluyla belirli bir likiditenin korunmasına çalışılır.

2.1.3.6. Çeşitlendirme

Yatırımcılar için gelecek belirsiz ve bilinmez bir zaman dilimini ifade etmektedir. Hiçbir yatırımcı geleceği kesin olarak öngörümlemeyeceği için yatırımlarını çeşitlendirme yolunu seçer. Çeşitlendirmenin temel amacı, sermaye ve gelir kaybının azaltılmasıdır.¹⁰⁷

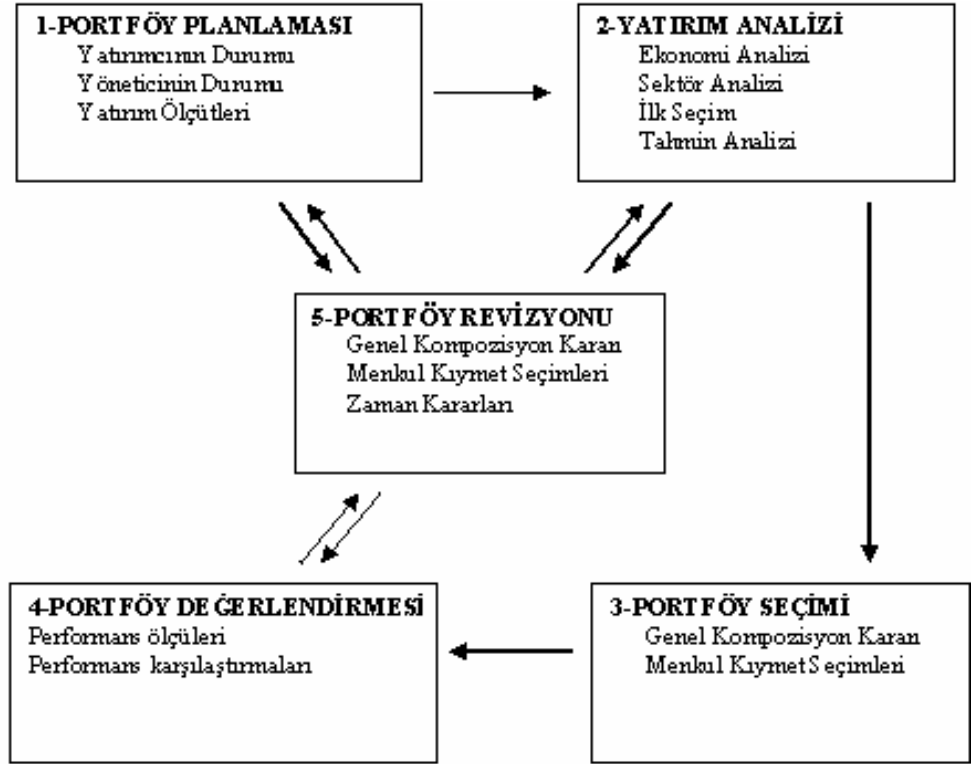
¹⁰⁷ Nevser Mine Tükenmez, age, s. 50

2.1.4. Portföy Yönetim Süreci

Portföy yönetimi sistemi, dinamik bir süreç olup, 5 aşamadan oluşmaktadır:¹⁰⁸

1. Portföy planlaması,
2. Yatırım analizi,
3. Portföy seçimi,
4. Portföy değerlendirilmesi,
5. Portföy revizyonudur.

Söz konusu aşamaları Şekil 2.1' deki gibi göstermek mümkündür.



Şekil 2.1: Portföy Yönetimi Sistemi

(Kaynak: Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, 1998, s.16)

¹⁰⁸ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s.15

2.1.4.1. Portföy Planlaması

Portföy yönetiminin ilk aşaması olan portföy planlaması, aşağıdaki konuları kapsamaktadır:

1. Yatırımcının durumunun incelenmesi,
2. Yatırım uzmanının veya portföy yöneticisinin durumunun saptanması,
3. Yatırımcı adına faaliyette bulunan portföy yöneticisine yol gösterecek yatırım ölçütlerinin saptanmasıdır.

Yatırımcının durumu incelenirken; yatırım süresinin açıklanması, yatırımcının isteklerinin ve amaçlarının belirtilmesi, yatırım süresince meydana gelecek fon hareketlerini tahmini gerekmektedir.¹⁰⁹ Yatırımcıyla ilgili tüm bu bilgiler, sağlıklı bir portföy oluşturulmasına yardımcı olacaktır.

Portföy yöneticisinin durumu değerlendirilirken; yatırımcın kendisinin oluşturduğu portföyden sağlayabileceği sonuçlardan daha iyi sonuçlar alması veya geçerliliği kanıtlanmış tesadüfi yatırım yöntemleri ile sağlanabilecek sonuçlardan daha iyi sonuçlar alması gibi faktörlerin incelenmesi gerekmektedir. Konuya özellikle yatırımcılar açısından bakılırsa, portföy yöneticisinin görevi ve sorumluluğu, daha da açıklık kazanmaktadır.¹¹⁰

Yatırımcının gerçekleşmesini arzu ettiği amaca ve yatırımcı adına faaliyette bulunan portföy yöneticisinin ulaşmak istediği sonuca yönelik yatırım ölçütünün saptanması, portföy planlamasının son aşamasını oluşturmaktadır.¹¹¹ Portföy yöneticisi, yatırım ölçütünü hem yatırımcının hedeflerine hem de kendi beklentilerine cevap verecek şekilde belirlemelidir.

¹⁰⁹ Işık İnelbağ, **Portföy Yönetimi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1989, ss. 2-3

¹¹⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 17

¹¹¹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 17

2.1.4.2. Yatırım Analizi

Portföy yönetiminin ikinci bölümünü yatırım analizi aşaması oluşturmaktadır. Yatırım analizi, portföye alınacak menkul kıymetlerin niteliklerinin incelenmesi, ölçülmesi, belirli bir süre içinde değişik menkul kıymetlerin performanslarının ne olabileceğinin nicel olarak tahmin edilmesidir. Bu analizde, önemli olan, sadece yatırım yapılabilecek finansal varlıkların geçmiş performanslarının incelenmesi ve değerlendirilmesi değildir. Ayrıca, çeşitli bilgilerden yararlanılarak, ileriye dönük açık ve matematiksel tahminlerin yapılması gerekir.¹¹² Bu tür hesaplamalarla, yatırım için uluslararası veya ulusal ekonomik şartların uygun olup olmadığı ortaya konulabilir. Ekonomik durum, yatırım için elverişli ise, daha sonra, hangi endüstrilerin geleceğinin daha iyi olacağına yönelik analizler yapılmalıdır. Daha sonraki aşamada ise, belirlenen endüstride hangi işletmelerin menkul kıymetlerine yatırım yapılacağına tespit edilmesi gerekir. Yatırım analizi aşamalarını aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- Ekonomi analizi,
- Sektör analizi,
- Menkul kıymetler arasından ilk seçim,
- Tahmin analizidir.

İşletmelerin karlı olması, dolayısıyla dağıtacakları temettülerin artması, içinde buldukları ekonominin gidişiyle ilgilidir. Çünkü, ekonomi sürekli büyüme gösteriyor ise, işletmeler de bu büyümeden paylarını alacaklardır. Eğer ekonomi durgunluk içerisinde ise, işletmeler bu durumdan olumsuz yönde etkilenebileceklerdir.

Genel olarak, ekonominin durumu ile ilgi olarak değerlendirme yapabilmek için, çeşitli verilerden yararlanılabilir. Bu verilerden bazıları şunlardır:

- a) Gayri safi milli hasıla,
- b) Kişi başına düşen milli gelir,
- c) Para ve kredi arzı,

¹¹² Tülin Çağlar, "Portföy Yönetimi", İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Yıl:3, Sayı: 7, Şubat 1977-1, s. 95

- d) Faiz oranları,
- e) İstihdam düzeyi
- f) Fiyatlar genel düzeyi,
- g) Ödemeler dengesi,
- h) Kamu ve özel kesim harcamaları,
- ı) Sanayi, tarım ve hizmet üretimleri,
- i) İnşaat endüstrisindeki gelişmeler,
- j) Para ve maliye politikaları,
- k) Ücret düzeyleridir.

İşletmeci ve iktisatçılar, gelecek ile ilgili tahminlerde hemen hemen sonsuz sayıda değişken kullanabilirler. Yukarıda belirtilen ekonomik veriler yorumlanarak, ekonominin genişleme veya daralma dönemlerine ait göstergeler elde edilerek, işletme faaliyetleri üzerinde yapacağı etkiler araştırılabilir. Ancak, burada değerlemeyi yapacak olan kişinin elde ettiği verilerin gerçekçi ve güncel olmasına dikkat etmesi gerekmektedir.

Öte yandan, sektör analizleri, menkul kıymet analizlerinin başlıca uğraş alanı olmaktadır. Yatırım yapılması düşünülen işletmenin, faaliyet sonuçlarına göre, sektördeki gelişme ve büyümesini görmek ve sektör büyüklükleri ile karşılaştırma yapılarak yatırım yapmak söz konusu olabilir.¹¹³ Rasyonel kararlar verebilmek için, yatırım yapılması düşünülen şirketin, faaliyet gösterdiği sektör ve sektör içindeki durumu titizlikle incelenmelidir.¹¹⁴ Çünkü ekonomik dalgalanmalar karşısında sektörlerin etkilenme dereceleri farklıdır. Örneğin; otomotiv, inşaat gibi bazı sektörler, ekonomik dalgalanmalara karşı oldukça hassastır. İlaç ve gıda gibi bazı sektörler ise, konjonktürel dalgalanmalara karşı duyarlı değildir.¹¹⁵ Ekonominin gelişme gösterdiği dönemlerde ise, örneğin; elektrik-elektronik sektöründe yüksek oranda büyüme gözlenebilmektedir.

¹¹³ Gültekin Rodoplu, "Portföy Oluşturulmasında Ekonomik, Sektör ve İşletme Analizleri", **Marmara Üniversitesi Muhasebe Araştırma Ve Uygulama Merkezi Muhasebe Dergisi**, Yıl:1, Sayı: 1, Haziran 1986, s. 78

¹¹⁴ Ertan Boğazlı, "Daldan Dala Borsamız", **Panorama Dergisi**, Yıl:3, Sayı:38, Kasım 1990, s. 82

¹¹⁵ Ünal Bozkurt, "Portföy Kurmanın Püf Noktaları", **Para Dergisi**, Yıl:2, Sayı:6, Mart 1991, s. 22

Menkul kıymetler arasında ilk seçim yapılırken, ekonomi ve sektör analizi konusunda, portföye girmeye aday olabilecek menkul kıymetler belirlenir. Menkul kıymetler, portföy yöneticilerinin kişisel bilgi ve tecrübelerinden yararlanarak nitel bir şekilde seçilebileceği gibi, bir takım nicel verilere bakılarak da seçilebilir. Örneğin; bir çok işletmenin ciroları, yıllık karları, son birkaç yıllık karlarındaki değişimler gibi değişkenlere bakılarak ilk ayırım yapılabilir. Piyasada çok sayıda menkul kıymet ve çok sayıda karşılaştırmaya konu olan değişkenin olması nedeniyle, ilk seçimin yapılmasında bilgisayardan yararlanılabilir.¹¹⁶

Yatırım analizinin dördüncü aşamasında, yatırım uzmanı, bir menkul kıymetin performansı hakkında nicel tahminlerde bulunmaya çalışır. Uzmanın tahminleri şu şekilde olabilir:

1. Her yılın sonunda kar, temettü, faiz ve piyasa değerleri hakkında tahminler,
2. Bu tahminlerdeki olası sapmalar,
3. Menkul kıymetler arasındaki ilişkiler.

Son aşamadaki zorluk, bu tahminlerin açık ve nicel bir şekilde yapılmasındandır.¹¹⁷ Menkul kıymetler arasındaki ilişkilerin tespit edilmesinde, korelasyon katsayısı kullanılmaktadır. Korelasyon katsayısının hesaplanması ve yorumlanması da modern portföy kuramının kapsamına girmektedir. Portföy oluşturmada portföy yöneticisi, nicel veriler yanında, nitel değerlendirmelere de yer verebilir.¹¹⁸

2.1.4.3. Portföy Seçimi

Portföy seçimi, öncelikle her yatırım kategorisine yapılacak yatırım tutarının saptanmasını içerir. Daha sonra, bu kategori içinde değişik menkul kıymetlere yapılacak yatırım tutarının saptanması gerekir. Bu aşama, yatırım uzmanının yatırımcı adına girişimde bulunduğu ilk adımı oluşturmaktadır. Portföy seçiminde,

¹¹⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, ss. 19-20

¹¹⁷ Işık İnselbağ, age, ss. 5-6

¹¹⁸ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 20

önce portföyün hangi varlıklardan oluşacağı saptanmaktadır. Yani portföyün genel pozisyonu hakkında karar verilmektedir. Örneğin; portföyün yüzde kaçının hisse senetlerine, yüzde kaçının tahvillere ayrılacağı ve yüzde kaçının nakit şekilde tutulacağı veya repo yapılacağı belirlenir.

Portföyün genel kompozisyonuna karar verildikten sonra menkul kıymet seçimine başlanmaktadır. Bu aşamada, her bir varlık için ayrılan paranın, daha önce ilk ayrımı yapılmış varlıkların hangilerine ve ne oranda dağıtılacağına karar verilmektedir. Bu seçim önemli bir aşamadır. Çünkü yatırım analizi, ekonomi analizi, sektör analizi, ilk ayırım, tahmini analiz ve genel kompozisyon kararları bu seçime yönelik ön çalışmaları oluşturmaktadır.¹¹⁹ Tüm bu çalışmalar, portföy yöneticisinin yatırım kararlarına netlik getirebilmekte ve karşılaşılabilecek riskleri düşürebilmektedir.

2.1.4.4. Portföy Değerlendirmesi

Portföy yönetimi sürecindeki dördüncü aşama, portföy değerlendirmesidir. Sistemin dinamik özelliğinden dolayı, oluşturulan portföyün belirli zaman aralıklarında değerlendirilmesi gerekir. Bu aşamada, zaman içerisinde portföyün verimi ve değerinde olan değişiklikler incelenir. Sonuçlar, yatırım süresinin başında saptanan yatırımcının amaçları ve yatırım ölçütleri ile değerlendirilir. Portföyün değerlendirilmesi, portföy seçiminin neden olduğu sonuçların değerlendirilmesi olduğundan, alınan kararların bekleneni ne ölçüde verdiği saptanır.

Bilindiği gibi, menkul kıymet seçimi, yatırım süresi başında; değerlendirmeler ise, belirli bir süre sonunda gerçekleşmiş verilerle yapılmaktadır. Böylece, portföyün sonuçlarının elde edilmesi yanında, ilk yapılan tahminlerin de ne derece tutarlı olduğu tespit edilmektedir.

Portföy değerlendirmesi iki aşamada uygulanabilir. Bu aşamalar, performans ölçütlerinin hesaplanması ve performans karşılaştırmalarının yapılmasıdır.

¹¹⁹ Tülin Çağlar, age, s. 96

Performansın ölçülmesi, tek tek varlıkların performanslarının ölçülmesi düzeyinde olacağı gibi, portföyün bir bütün olarak yarattığı sonuçların değerlendirilmesi şeklinde de olabilir. Her iki halde de portföy yöneticisinin yapacağı, belirli bir süre içinde varlıkların verimlerinin ve değerinde olan değişikliklerin hesaplanmasıdır. Bu hesaplamalar sonucunda, portföyün mevcut verimi, büyümesi ve riski ile ilgili veriler elde edilmiş olur.

Karşılaştırma aşamasında, portföy yöneticisinin hesaplarında ve karar verme servislerinde ne denli başarılı olduğu araştırılır. Karşılaştırma, alternatif portföylerle yapılabileceği gibi, bazı standartlara göre de yapılabilir. Örneğin; eldeki portföyün ölçütleri piyasa ortalamaları veya tesadüfi portföylerin ölçütleri ile karşılaştırılabilir.¹²⁰ Böylece, son olarak, portföyün performansının devamlı ölçülmesi ve olası değişimler karşısında içeriğini revize etmek gerekebilir.¹²¹ Zaten bir portföyün performansının yüksek olması ve arzu edilen amaçları gerçekleştirilmesi, portföyü oluşturan ve yöneten kişinin de başarısının ölçütüdür. Çünkü, yatırımcılar piyasada hangi portföy yöneticisi başarılı olmuşsa, tasarruflarını ona teslim edeceklerdir. Söz konusu durum, portföy yöneticileri arasındaki rekabeti arttırabilir.

2.1.4.5. Portföy Revizyonu

Portföy revizyonu, portföy yönetiminin dinamik bir süreç olmasını sağlayan bir aşamadır. Çünkü, bu aşamada portföyün performansı ölçüldükten sonra, alınması gereken önlemler saptanmakta ve gerekli girişimler yapılmaktadır. Portföy revizyonunun amacı, belirli bir risk seviyesinde portföyün getirisini maksimize etmektir. Portföy revizyonu ile portföy planlaması arasındaki ilişki; belirli zamanlarda alınan sonuçların, yatırımcının amaçlarını ve yatırım profilini etkileme şeklinde açıklanabilir.

¹²⁰ Işık İnelbağ, age, ss. 8-9

¹²¹ Ünal Bozkurt, age, 1991, s. 22

Portföy revizyonu ile portföyün değerlendirmesi arasındaki ilişki; portföy yatırımlarının sürekli değerlendirilmesi, gerekiyorsa değişiklikler yapılması ve bu değişikliklerin ortaya çıkaracağı sonuçların değerlendirilmesidir.

Portföy revizyonu sürekli analiz gerektiren bir işlem olduğundan, ekonomik, sektör ve menkul kıymet analizlerinin sürekli olarak yapılması gerekmektedir. Görüldüğü gibi, portföy revizyonu; planlama, analiz ve değerlendirmenin şekillendirdiği bir süreçtir. Portföy revizyonu ile piyasada çıkacak fırsatlar tam zamanında değerlendirilebilir. Dolayısıyla portföydeki bazı varlıklar çıkartılırken, bazı varlıklar portföye dahil edilerek portföyün verimi artırılabilir.¹²²

2.1.5. Portföy Çeşitleri

Bilindiği gibi, değişik menkul kıymetlerden veya yatırım araçlarından çok sayıda portföy oluşturulabilir. Ancak, olaya hisse senedi ve tahvil gibi geleneksel menkul kıymetler açısından bakıldığında üç farklı portföyden söz edilebilir. Yalnız tahvillerden bir portföy oluşturulabileceği gibi, yalnız hisse senetlerinden de bir portföy oluşturulabilir. Ancak, yatırımcıların en çok arzuladığı portföyler, karma portföylerdir. Bunun yanı sıra, diğer yatırım araçlarından oluşan portföylerden de söz etmek mümkündür. Yatırımcı, tercihini yaparken, en ideal bileşimi yapmaya çalışacaktır. Riski seven bir yatırımcı ile riskten kaçan bir yatırımcının hazırlayacakları portföyler farklı olacaktır.

2.1.5.1. Oluşumlarına Göre Portföy Çeşitleri

Oluşumlarına göre portföy çeşitleri yukarıda belirtildiği gibi, tamamen tahvillerden, tamamen hisse senetlerinden, ikisinin bileşiminden veya türev ürünlerinden oluşabilir.¹²³

¹²² Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, ss. 22-23

¹²³ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

2.1.5.1.1. Tamamen Tahvillerden Oluşan Portföyler

Bu tür portföyler, anaparasının güvenini önde tutan, yani risk almayı sevmeyen, piyasayı izlemekte güçlük çeken tasarruf sahiplerinin tercih ettikleri portföy çeşididir. Değişik şirket ve devlet tahvilleri ile birlikte hazine bonolarından oluşturulan bir portföy, sahip olduğu düşük risk oranının yanında kısıtlı bir gelir sağlar. Sağlam bir yatırım türü olabileceği için, bu tür portföylerin ekonominin durgunluk dönemlerinde oluşturulmasında yarar vardır. Öte yandan, değişik vadelerden oluşan tahvil portföyü ile yatırımcı, bazı risklerden de kendini korumuş olur.

2.1.5.1.2. Hisse Senetleri ve Tahvillerden Oluşan Portföyler

En çok kullanılan portföy türüdür. Ekonominin içinde bulunduğu duruma göre, anapara, belli oranlarda hisse senedi, tahvil ve türev ürünler arasında paylaştırılır. Bu şekilde emniyet ve karlılık unsurlarının birleştirilmesiyle, dengeli bir portföy oluşturulmaya çalışılır.

Bilindiği gibi, ekonomideki gelişmeler zaman içerisinde farklılık gösterir. Piyasadaki eğilim ve gelişmeler, zaman zaman hisse senetlerine veya tahvillere ağırlık verilmesini gerektirebilir.¹²⁴ Sermaye piyasası, ekonominin aynası olduğundan, genelde ekonominin durgun olduğu dönemlerde, tahvil piyasasında bir canlanma, ekonominin canlandığı dönemlerde ise, hisse senedi piyasasında bir hareketlilik görülür. Bu özelliklerden dolayı, bu tür portföy sahipleri, portföylerini küçük operasyonlarla genel ekonomiye kolayca uydurarak zarar etmemeye çalışırlar.¹²⁵

¹²⁴ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

¹²⁵ Mehmet İnam, **Türkiye’de Menkul Kıymet Piyasası ve Yatırım Alternatiflerinin Genel Analizi**, Ankara. 1987, ss. 223-224

2.1.5.1.3. Tamamen Hisse Senetlerinden Oluşan Portföyler

Hisse senedi portföylerinin diğer portföy türlerinden ayrılan yanı, birkaç farklı yatırım aracını değil de yalnızca hisse senetlerini kapsamaktadır. Hisse senetlerinden bir portföy oluşturmaya çalışan bir kişinin, elindeki seçeneklerinin sınırsız olduğu düşünülebilir.

Bu tür portföylerde her türlü risk düzeyine uygun yatırım yapmak mümkündür. Hisse senetlerinden oluşan portföylerde yatırımcı tipinin portföy oluşturma kararına büyük etkisi vardır.

Bu tür bir portföy oluşturulması için, piyasanın dikkatli bir şekilde izlenmesi ve istenildiği anda alım-satım yapabilme özelliğinin olması gerekir. Portföydeki senetlerden fiyatları düşen veya değişmeyenlerin satılmasında yarar vardır. Hisse senetlerinden oluşan portföyler, ekonominin istikrarlı olduğu dönemlerde başarıyla uygulanabilir. Bu portföy türünün kendine has özellikleri vardır. Portföye dahil edilecek hisse senetleri iki grupta incelenebilir:¹²⁶

- Kısa vadede prim yapabilecek hisse senetleri: Bunlar, grev, hammadde temininde güçlükler, enerji veya çalışma sermayesi yetersizliği gibi nedenlerle üretimlerini kısan, dolayısıyla hisseleri piyasada durgunlaşan veya gerileyen şirketlerin hisseleri olabilir. Engellerin kalkacağı veya sorunların çözüleceği hissedildiği zaman alım yapılmalıdır. Çünkü, olumsuzlukların ortadan kalkmasından sonra bu tür şirketlerin verimi artacağı için bu şirketlere ait senetlerin fiyatları yükselebilecektir.

- Uzun vadede prim yapabilecek hisse senetleri: Bunlar, uzun vadede istikrarlı bir duruma gelerek prim yapabilecek şirketlerin hisseleridir. İşletmelerin yatırım dönemlerinde, piyasada bu tür hisseleri ucuza bulmak mümkündür.¹²⁷ Ülkemizde hızla gelişen bilgisayar ve elektronik sektörlerindeki hisse senetlerine yatırım yapılabilir. Ancak, kuruluş halindeki işletmelerin çok dikkatli seçilmesi, yönetici kadrolarının daha önce başarılarını ispatlamış, tecrübeli yöneticiler olmasına

¹²⁶ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

¹²⁷ Mehmet İnam, age, ss. 224-225

özen gösterilmesi gerekir. Genellikle bu tür yatırımlarda, uzun vadede yüksek kazanç elde edilebilir.

2.1.5.1.4. Diğer Yatırım Araçlarından Oluşan Portföyler

Bir portföy, hisse senedi ve tahvil gibi temel menkul kıymetler dışındaki yatırım araçlarıyla da oluşturulabilir. Bu tür portföyler oluşturulurken, yatırım araçları arasında karşılaştırma yapılır. Yatırımın süresi boyunca hangi tür varlıkların daha verimli olacağı çeşitli istatistiki tekniklerle hesaplanarak tahmin edilir. Bu tür varlıklar seçilerek portföye dahil edilir. Hisse senedi ve tahvil dışındaki yatırım araçları şu şekilde sıralanabilir:¹²⁸

- Varlığa dayalı menkul kıymet,
- Finansman bonoları,
- Hazine bonusu,
- Gelir ortaklığı senetleri,
- Banka bonoları ve banka garantili bonolar,
- Metrekare konut sertifikaları,
- Repo,
- Döviz ve döviz tevdiat hesapları,
- İmtiyazlı hisse senetleri,
- Varant,
- Kar zarar ortaklığı belgesi,
- Opsiyon sözleşmeleri,
- Vadeli sözleşmeler.

Yukarıda sayılan yatırım araçlarının yanı sıra, menkul kıymet yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarına da yatırım yapılabilir. Söz konusu finansal varlıklardan bir portföy meydana getirilerek, çeşitlendirme yapılabilir. Bilindiği gibi, oluşturulacak portföylere hangi varlıkların alınacağı, yatırımcının risk karşısındaki tutumu ile

¹²⁸ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

doğrudan ilgilidir. Ayrıca, yatırım araçlarının risk ve getiri karşılaştırmalarının yapılması gerekir.¹²⁹

2.1.5.2. Yatırımcıların Tercihlerine Göre Sınıflandırma

Her yatırımcının portföyünden beklentileri farklıdır.¹³⁰ Öte yandan, son yıllarda yatırımcılar için yatırım fırsatlarında artışlar gözlenmektedir. Örneğin; bazı şirketler, birkaç menkul kıymetin özelliklerini bir menkul kıymette toplayan hibrid kıymetler ihraç etmektedirler. Bu tür menkul kıymetler, hem adi hem imtiyazlı pay senetlerinin hem de tahvillerin özelliklerini bünyelerinde taşımaktadırlar. Böylece, ihraç edilen imtiyazlı pay senetleri, yatırımcıların isteği doğrultusunda adi pay senetlerine veya değiştirilebilir tahvillere dönüştürülebilmektedir.

Tablo 2.1: Yatırımcı Tercihlerine Göre Portföy Sınıflaması

TİP	PORTFÖYDEKİ MENKUL KIYMET ORANLARI	YATIRIMCININ TERCİHLERİ
A	%100 Tahvil	Verim-Emniyet
B	%50 Tahvil %50 Klasik Hisse Senedi	Verim-Değer Artışı
C	%75 Klasik Hisse Senedi %25 Tahvil	Değer Artışı-Verim-Az Risk
D	%100 Klasik ve Değer Artışı Sağlayan Hisse Senetleri	Sınırlı Riskle Değer Artışı
E	%100 Hızlı Değer Artışı Sağlayan Hisse Senetleri	Fazla Riskle Fazla Değer Artışı

(Kaynak: Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, 1998, s. 28)

¹²⁹ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

¹³⁰ Zvi Bidie, Alex Kane, Alan J. Marcus, **Investments**, Richard D. Irwin Inc., Boston, 1993, p. 29

Uygulamada kolaylık sağlamak amacıyla, yatırımcıların amaçları göz önüne alınarak, farklı portföy sınıflandırmaları yapılmaktadır. Bu sınıflandırmalar çok sayıda portföy yönetmek durumunda kalan profesyonel portföy yöneticilerinin işlerini kolaylaştırabileceği gibi, yatırımcıların tercihlerini daha kolay belirlemesini sağlayabilir.¹³¹ Portföy hedefleri, **Tablo 2.1'** deki gibi beş grupta toplanabilir.

Bir portföyün geliri faiz ve temettü ile menkul kıymetlerin satışından elde edilen alım-satım farklarından oluşur. Kıymet artışı söz konusu olmadığından, tahvillerin geliri, piyasa fiyatlarına göre hisse senetlerinden daha yüksektir. Bu nedenle, kısa vadede gelir sağlamayı hedef alan portföylerde tahvil oranı fazla tutulur. Buna karşılık, hisse senetleri de gelir-risk dengesi yönünden çeşitli gruplara ayrılırlar.¹³²

- Tabloya göre ilk grupta büyük şirketlerin klasik hisse senetleri gelir. “Blue Chips” de denilen bu şirketler, bütün piyasada tanınmış, isabetli yönetimi, uzun vadeli sevk ve idare politikası, karlılık derecesiyle hisse senetlerine itibar sağlayan şirketlerdir. Uzun yıllar boyunca temettülerinin muntazaman ödenmiş olması, bu gruptaki hisse senetlerinin en önemli niteliğidir. Ancak, bu gibi hisse senetlerinin fiyat/kazanç oranı yüksek, gelir randımanı ise düşük olur.

- Değer artışı hisse senetleri ise ikinci grupta yer alır. Bu senetlerde uzun vadede piyasa ortalamasının üstünde değer artışları gerçekleşir. Bu değer artışları, senetlerin ait olduğu şirketlerin devamlı bilimsel araştırmalar yaparak kendi alanlarında ilerlemelerinden, çok talep edilen malları pazarlamalarından, yeni piyasalar ele geçirmelerinden, çeşitli alanlarda faaliyet göstermelerinden ileri gelir. Ancak, bu şirketlere yapılan yatırımın riski ilk gruptan daha fazladır.

- Diğer grupta ise, daha da hızlı değer artışı gösteren, ancak, daha yüksek risk taşıyan hisse senetleri toplanabilir. Diğer bir deyişle, bunlar spekülasyon hisse senetleridir. Yeni kurulan ve mamulün sürümü iyi olmakla beraber, henüz kara

¹³¹ Mehmet İnam, age, s. 225

¹³² Muharrem Karşlı, age, s. 570

geçmemiş, siyasi ve konjonktürel dalgalanmalara karşı hassas bulunan şirketlerin hisse senetleri bu gruptandır.

Yukarıda yatırımcı tercihlerine göre oluşturulan portföyler, portföy yönetiminde, yöneticinin veya bilgi almak isteyen tasarruf sahiplerinin büyük çoğunluğunun ihtiyacını karşılamaya yeterli olabilir.

Bu yöntem oldukça basittir. Yukarıdaki esaslara göre oluşturulan portföylerin, piyasa ve borsadaki fiyat hareketlerinin ve istihbaratlarındaki değişikliklerin izlenmesi kolaydır. Aynı tip portföylere ilave edilmek üzere belli hisse senetlerinden toplu alımlar nedeniyle, fiyat avantajlarından yararlanma imkanı sağlanır.¹³³ Böylece, zaman ve maliyet tasarrufu söz konusu olur. Portföy yöneticisi açısından bir başka avantajı, kolay yönetimdir.¹³⁴

2.2. PORTFÖY YÖNETİMİNDE PRATİK YAKLAŞIMLAR

Belirli bir bilgi birikimini, geçmiş dönemlerle ilgili verileri ve analitik yöntemlerin kullanılmasını gerektiren bazı yaklaşımların dışında, bireysel yatırımcıların ve hatta kurumsal yatırımcıların portföylerini yönetirken kullanabilecekleri birtakım pratik yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemlerin kullanılması etkin portföyler elde edilmesini ya da yatırımcının "pazarı yenmesini" sağlamamakla birlikte, genellikle yatırımcıyı büyük zararlara uğramaktan korumaktadır.¹³⁵ Özellikle küçük tasarruf sahipleri fiyatların çok yükseldiği dönemlerde daha da yükseleceğini, fiyatların çok düştüğü dönemlerde ise daha da düşeceğini bekleyerek hatalı alım-satım kararları verebilmektedirler. Sözü edilen yöntemler, fiyatların yükselme veya düşme gösterdiği dönemlerde, yatırımcıları hislerinden bağımsız olarak menkul kıymet almaya ve satmaya zorlayacak mekanik karar kuralları getirmektedir.¹³⁶ Portföy

¹³³ Muharrem Karşlı, **Menkul Kıymetler Kılavuzu**, İstanbul: Türkiye İş Bankası Yayınları, 1978, ss. 89-90

¹³⁴ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 28

¹³⁵ Mehmet Bolak, age, s. 280

¹³⁶ Gültekin Karaşın, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Ankara: SPK Yayın No:4, 1986, s. 145

yönetimini mekanik hale getiren bu teknikler veya portföy yönetiminde kullanılan pratik yaklaşımlar “formül planları” olarak da tanımlanır.¹³⁷

Pratik yaklaşımlar, hisse senedi fiyatlarının devresel hareketlerle dalgalandığını ve yatırımcıların bir sonraki dalgalanmanın zamanını önceden tahmin edemeyeceğini varsayar ve yatırımcıların bu dalgalanmalardan yararlanarak kar sağlamalarını amaçlar. En yaygın olarak kullanılacak pratik yaklaşımlar:

1. Satın al ve elde tut stratejisi,
2. Maliyeti ortalama stratejisi,
3. Sabit değer stratejisi,
4. Sabit oran stratejisi,
5. Değişken oran stratejisi,
6. Endeks içerikli fon stratejisidir.

Çalışmanın bu bölümünde portföy yönetimi için kullanılacak bu pratik yaklaşım stratejileri tek tek incelenecektir..

2.2.1. Satın Al ve Elde Tut Stratejisi

Satın al ve elde tut stratejisinin, yatırım stratejilerinin içinde en basiti olması nedeniyle ilk olarak incelenmesi daha iyi olacaktır. Bu stratejide ilk aşamada yatırımcının istek ve ihtiyaçlarına uygun birkaç menkul kıymetin belirlenmesi gerekir. Belirlenme aşamasından sonra ise bu araçlara yatırım gerçekleştirilir. Stratejinin amacı, yatırım yapılan menkul kıymetlerin elde tutma sürelerinin istenene eşit olmasıdır. Kısaca “al-tut”¹³⁸ olarak ifade edilebilen bu stratejiye göre, yatırım yapıldıktan sonra istenen süre sonuna kadar portföyde herhangi bir işlem yapılmamaktadır. Bu nedenle bu strateji, pasif portföy yönetimi olarak ifade edilir.¹³⁹ Elde tutma süresinde piyasa fiyatları düşse bile alış veya satış yapılmaz.

¹³⁷ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

¹³⁸ Alparslan Güney, **Borsada Sistemik Alım Satım için Rehber**, Birinci Basım, İstanbul: Scala Yayıncılık, Mayıs 2003, s. 58

¹³⁹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 267

Bu stratejiye göre, menkul kıymetlerin seçimi ve alım-satım zamanlaması konusunda bir açıklık yoktur. Bu konular, yatırımcının bilgi ve becerisine bırakılmıştır. Ancak, alım ve satımın bir kez yapılması nedeniyle ödenen komisyonlar az olmaktadır.¹⁴⁰

Oysa, pek çok yatırımcı ve yatırım uzmanı, aktif portföy yönetimine inanmaktadır. Çünkü, aktif portföy yönetimiyle, piyasa başarısından daha fazla kazanç elde etmek mümkündür. Bunun nedenleri aşağıda belirtildiği gibidir.¹⁴¹

1. Bazı bilgiler, bu bilgilere sahip yatırımcılara avantaj sağlayabilir.
2. Fiyatı etkileyen faktörleri hesaba katan bazı analiz yöntemleri bu yöntemleri kullanan yatırımcılara avantaj sağlayabilir.
3. Piyasada yanlış fiyatlandırılmış menkul kıymetlerden yatırımcılar yararlanabilirler.

2.2.2. Maliyeti Ortalama Stratejisi

Bu strateji, yeterince bilgi sahibi olmayan ve analiz yöntemlerinden anlamayan yatırımcılara, yatırımlarını zamanlayabilme konusunda yardımcı olur. Yöntem «ne» alınması gerektiği değil, «ne zaman» alınması gerektiği sorusuna cevap vermektedir.¹⁴² Yöntemin temeli, belirli aralıklarla, eşit tutarlı yatırımlar yapılmasına dayanmaktadır. Bu sayede, fiyatların ucuz olduğu zamanlarda, pahalı olduğu zamanlara nazaran daha fazla finansal varlık satın alınmış olup ortalama alış fiyatı, ortalama piyasa fiyatının altına düşürülecektir.¹⁴³ Yani, yatırımcının portföyünde bulundurduğu hisse senedinin değeri düşmeye başlarsa, o hisse senedinden daha fazla alarak ortalama maliyeti düşürecek ve portföyün dengesini sağlamış olacaktır. Maliyeti ortalama stratejisi uygulandığı zaman, hem düşük fiyatlardan yararlanılmış olunur, hem de maliyetleri düşürerek, yüksek fiyattan alınan menkul kıymetin fiyatı düşürülür. Bu strateji, fiyatı çok yüksek olan bir malı taksitle ödeme

¹⁴⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 268

¹⁴¹ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

¹⁴² Mehmet Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, 1.Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2001, s. 696

¹⁴³ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

yaparak elde etmeye benzetilebilir. Aşağıdaki **Tablo 2.2** 'de maliyeti ortalama stratejisi ile ilgili teorik bir örnek verilmiştir.

Tablo 2.2: Maliyet Ortalama Stratejisi Teorik Örneği

Dönem	Hisse senedi Piyasa Fiyatı	Alınan Hisse	Toplam Yatırım	Toplam Hisse	Ortalama Fiyat	Ortalama Piyasa Fiyatı
(1)	(2)	(3)	(4=$\Sigma(2*3)$)	(5=$\Sigma(3)$)	(6=(4/5))	(7= ($\Sigma(2)$)/1)
1	10,00	10,00	100,00	10,00	10,00	10,00
2	12,50	8,00	200,00	18,00	11,11	11,25
3	20,00	5,00	300,00	23,00	13,04	14,17
4	25,00	4,00	400,00	27,00	14,81	16,87
5	20,00	5,00	500,00	32,00	15,63	17,50

(Kaynak: Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, 1998, s.269' dan uyarlanarak oluşturulmuştur.)

Yukarıda yer alan tablodan görüldüğü üzere, yatırımcı, her dönem 100 YTL' lik yatırım yapmakta, fiyatın yüksek olduğu zaman, daha az, fiyatın düşük olduğu zaman daha fazla sayıda hisse senedi alabilmektedir. Yaptığı toplam yatırımın, sahip olduğu hisse sayısına bölünmesi, yatırımcı için ortalama hisse fiyatını vermektedir. Görüldüğü gibi, yatırımcı için ortalama satın alma fiyatı, her zaman ortalama piyasa fiyatının altında kalmaktadır.¹⁴⁴

Maliyeti ortalama stratejisinde satın alınan hisse senetlerinin ortalama maliyetlerinden daha fazla bir fiyatla satılacağı varsayılmaktadır. Söz konusu stratejiye göre, yatırım dönemi boyunca sürekli olarak aynı hisse senetlerinin satın alınması gerekmez. Farklı hisse senetleri ile portföy çeşitlendirilerek risk azaltılabilir. Öte yandan, istenmeyen hisse senetleri satılarak portföye yeni hisse senetlerinin alınması mümkündür.

¹⁴⁴ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 269

Bu strateji ile yönetilen portföylerde fiyatı çok dalgalanan hisse senetleri ile daha fazla kazanç elde edilebilir. Ancak, riskten kaçan yatırımcıların bu hisse senetlerini almaması ve çeşitlendirmelerini çok iyi yapmalarında yarar vardır.

Maliyet ortalama yönteminin bazı üstün tarafları şunlardır:¹⁴⁵ Küçük yatırımlarla büyük bir portföye sahip olunabilir. Bunun yanında, yatırımcılar fiyatlar yüksekken çok sayıda ve yüksek maliyetlerle hisse senedi alma tehlikesinden bu stratejiyle korunabilirler. Son olarak, hisse senedi piyasasında meydana gelebilecek düşüşler, hisse senedi satın alma zamanına denk düştüğünde portföye düşük maliyetli hisse senedi alma olanağı doğar.

Ancak, bu yöntemde, gizli varsayımların olduğunu kabul etmek gerekir. Yöntem, özellikle belirli dönemlerde yatırıma ayrılacak belirli miktarlarda fonları olan, sigorta şirketleri gibi yatırımcılar için uygundur. Ancak, yöntemin başarı şansı, yatırım yapılacak hisse senetlerinin iyi seçilmiş olmasına bağlıdır. Öte yandan strateji, yalnızca satın alma üzerinde yoğunlaşmakta, satın alınan menkul kıymetlerin ne zaman satılması gerektiğini açıklamamaktadır.¹⁴⁶ Ayrıca, yöntemde, piyasa hareketlerine karşı bir duyarsızlık vardır. Oysa, yatırım uzmanı, yıl içinde fiyatlarda olabilecek değişiklikleri tahmin edebilse, maliyet ortalaması yönteminden çok daha fazla bir maliyet düşüşü sağlanabilir. Bu durumda sağlanacak kar, çok daha fazla olabilir ya da zarar azaltılabilir.¹⁴⁷ Yatırımcının uzun vadeli olarak oluşturduğu portföyü nakde çevirmesi gerektiğinde, hisse senedi fiyatları düşükse, istemediği sonuçlarla karşılaşması söz konusu olabilir. Bu nedenle portföydeki hisse senedi satışlarına, nakde ihtiyaç olmadan önce başlanılmalıdır.¹⁴⁸

2.2.3. Sabit Değer Stratejisi

Bu yöntem yatırımcının, sahip olduğu portföyün değer olarak bir kısmını hisse senetlerine, diğer kısmını da sabit getirili menkul kıymetlere ayırmasını ya da nakit

¹⁴⁵ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 270

¹⁴⁶ Gültekin Karaşin, age, s. 146

¹⁴⁷ Işık İnelbağ, age, s.28

¹⁴⁸ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

olarak tutmasını öngörmektedir.¹⁴⁹ Böylece, portföyün hisse senedine ayrılan ve piyasadaki dalgalanmalardan daha fazla etkilenen bölümünün değeri, sabit tutulmaya çalışılır.

Bu strateji uygulandığında, hisse senetlerinin fiyatlarının yükseldiği dönemlerde, hisse senelerinin bir kısmı satılarak, sabit getirili varlıklara yatırılır. Öte yandan, hisse senedi fiyatları düştüğünde, sabit getirili varlıkların bir kısmı satılarak, hisse senedi satın alınır. Bu sayede, portföydeki hisse senetlerinin toplam değeri sabit tutulmaya çalışılır. Sonuç olarak, hisse senetleri fiyatları yükseldiğinde satış, düştüğünde alış söz konusu olmaktadır. Bu stratejinin izlenmesi, satın al ve tut politikasının izlenmesine nazaran daha iyi sonuç verebilir.¹⁵⁰ Aşağıdaki teorik örnekte sabit değer stratejisini uygulayan yatırımcı ile satın al ve elde tut politikası izleyen yatırımcının, çeşitli fiyat dalgalanmaları karşısındaki durumları gösterilmiştir.

Tablo 2.3: Sabit Değer Stratejisi Teorik Örneği

Piyasa Fiyatı (1)	Satın Al ve Elde Tut Str. (2)	Hisse Senedi Değeri (3)	Sabit Getirili Menkul Kıymet (4)	Portföy (5=4+3)	Hisse Sayısı (6)
4,00	200,00	100,00	100,00	200,00	25,00
5,00	250,00	125,00	100,00	225,00	20,00
2,50	125,00	75,00	100,00	175,00	40,00
2,00	100,00	55,00	100,00	155,00	50,00
4,00	200,00	155,00	100,00	255,00	25,00

(Kaynak: Mehmet Bolak, 2001, s.282' den uyarlanarak oluşturulmuştur.)

Satın al ve tut politikasını izleyen yatırımcı, başlangıçta, elindeki 200YTL'nin tamamını hisse senedine yatırmakta ve bir daha hiç bir değişiklik yapmamaktadır. Sabit değer planını izleyen yatırımcı ise, parasını sabit getirili varlıklarla hisse senetleri arasında paylaşmaktadır. Hisse senedi fiyatı 5 YTL' ye çıktığında, yatırımcının hisse senetlerinin değeri 125 YTL' ye çıkmaktadır. Yatırımcı,

¹⁴⁹ Mehmet Baha Karan, age, s.697

¹⁵⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 272

bu durumda, hisse senetlerinin 5 tanesini satmakta ve sabit getirili varlıklara yatırmaktadır. Fiyat 2,5 YTL' ye düştüğündeyse, 50 YTL' lik sabit getirili varlık satılarak, 20 adet hisse senedi alınmakta ve hisse senetlerinin toplam değeri 100 YTL' de sabit tutulmaktadır. Diğer fiyat hareketlerinde de yatırımcı aynı mantığa göre hareket etmeyi sürdürmektedir. Genel olarak, sabit değer stratejisi uygulamanın satın al ve elde tut stratejisinden daha iyi sonuç verdiği görülmektedir.¹⁵¹

Bu stratejide portföydeki hisse senetlerine endekslenmiş bir alım veya satım işlemi söz konusudur. Hisse senetlerinin değeri yükseldiğinde otomatik olarak satış yapılarak kar realize edilmektedir. Böylece, kar yanında yatırımcının yüksek fiyattan hisse senedi de alması engellenmektedir.

Bu stratejinin sakıncaları da söz konusudur. Portföydeki hisse senetlerinin değer kazanması durumunda, kar elde edilmeyecektir. Bu durum, portföye alınacak hisse senetlerinin seçiminin önemini arttırmaktadır.

Bu stratejiyi uygulayacak yatırımcıların aşağıdaki hususlara dikkat etmelerinde yarar vardır:¹⁵²

1. Yatırıma başlamadan önce, seçilen ve daha sonraki aşamalarda sabit kalacak hisse senetlerinin toplam piyasa değeri önemli bir konudur. Bu stratejide fiyatlar makul bir seviyede iken portföy oluşturulmalıdır.

2. Bu stratejinin olumlu sonuç vermesi için, fiyatların makul olarak kabul edilen seviyenin üstüne çıkması ve altına inmesi gerekmektedir. Başka bir deyişle, fiyatları sürekli artan veya azalan hisse senetlerinden oluşan portföylerde bu strateji iyi sonuç vermeyebilir.

3. Yatırımcının hisse senetleri dışındaki menkul kıymetlere ne kadar pay ayıracağı önemli bir konudur.

4. Portföyün belirli aralıklarla gözden geçirilmesi ve alım-satım zamanlarının belli ölçütlere bağlanmasında yarar vardır.

¹⁵¹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, ss. 273

¹⁵² <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

2.2.4. Sabit Oran Stratejisi

Sabit oran stratejisinde, portföyün hisse senetlerinden oluşan kısmının sabit getirili menkul kıymetlerden oluşan kısmına oranı, sabit tutulur. Böylece yatırımcı hisse senetleri fiyatları yükseldiğinde hisse senetlerini satmaya, hisse senetleri fiyatları düştüğünde ise, hisse senetlerini satın almaya zorlanmaktadır.

Sabit oran stratejisi, piyasanın yükseldiği ve düştüğü zamanlarda, hem sabit değer stratejisinden, hem de değişken oran stratejisinden daha yüksek getiri sağlar. Çünkü sabit oran, piyasanın yükseldiği dönemlerde yatırımcının daha büyük bir yatırıma, piyasanın düştüğü dönemlerde ise, daha küçük bir yatırıma sahip olmasına yol açmaktadır.¹⁵³

Sabit oran stratejisi uygulanırken, gerekli düzeltmelerinin ne zaman yapılacağına dair ölçütlerin saptanması da gereklidir. Örneğin; piyasa endeksinin aşağı veya yukarı %10 dalgalanma göstermesi halinde, portföyde düzeltme yapıp, önceden saptanan oran korunmaya çalışılabilir. Yeterince çeşitlendirilmiş bir portföyün piyasa endeksine de ihtiyacı yoktur. Böyle bir portföy, kendi kendinin endeksini oluşturur. Böyle bir durumda, portföy içindeki hisse senetlerinin önceden saptanmış oranın, örneğin; 4 puan üzerine çıktığı veya altına indiği zaman portföyde düzeltme yapılmaya gidilebilir. Ayrıca, portföy belirli aralıklarla gözden geçirilir ve oranda bir değişme olmuşsa düzeltme yoluna gidilir. Sabit oran stratejisinin uygulanmasında, hangi oranın en uygun olduğuna ait bir ölçüt bulunmamakla birlikte, genellikle kullanılan oran, hisse senetlerinin toplam değerinin, sabit getirili varlıkların toplam değerine oranının 1'e eşit olmasıdır.¹⁵⁴

$$\frac{\text{Hisse senetleri portföyünün değeri}}{\text{Sabit getirili portföyünün değeri}} = 1$$

Sabit oran planı ile ilgili teorik bir örnek aşağıda verilmiştir.

¹⁵³ Gültekin Karasın, age, ss. 148-149

¹⁵⁴ Mehmet Bolak, age, s. 283

Tablo 2.4: Sabit Oran Stratejisi Teorik Örneği

İndeks Değerleri (YTL)	Satın Al Elde Tut (YTL)	Tahvil Portföy Değerleri (1)	Hisse Senedi Değerleri (2)	Portföy Toplam Değerleri (1+2)	Oran (2/1)	Portföyde Bulunan H.S. Sayısı (Lot)
25.0	200,00	100,00	100,00	200,00	1,00	4,000
23.0	184,00	100,00	92,00	192,00	0,92	4,000
22,50	180,00	100,00	90,00	190,00	0,90	4,000
22,50	180,00	95,00	95,00	190,00	1,00	4,222 (a)
20.25	162,00	95,00	85,40	180,40	0,90	4,222
20,25	162,00	90,20	90,20	180,40	1,00	4,459 (b)
22,30	178,00	90,20	99,40	189,60	1,10	4,459
22,30	178,00	94,80	94,80	189,60	1,00	4,253 (c)
24,50	196,00	94,80	104,20	199,00	1,10	4,253
24,50	196,00	99,50	99,50	199,00	1,00	4,061 (d)
27,00	216,00	99,50	109,70	209,20	1,10	4,061
27,00	216,00	104,60	104,60	209,20	1,00	3,872 (e)
28,80	230,00	104,60	111,50	216,10	1,07	3,872
25,00	200,00	104,60	96,80	201,40	0,93	3,872

(Kaynak: Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, 1998, s.276' dan uyarlanarak oluşturulmuştur.)

Örnek: 200 YTL' si olan bir yatırımcının, sermayesini eşit portföylere böldüğü varsayılmıştır. Hisse senetleri portföyünün değerinin tahviller portföyünün değerine oranı $1.00 \pm \% 10$ farklılaştığında portföyler yeniden değerlendirilecektir. Hisse senetleri fiyat endeksinin yukarıda verilen değerleri karşısında, sabit oran stratejisi ile satın al ve elde tut stratejisinin karşılaştırılması **Tablo 2.4'** de görölmektedir.

Tabloya göre;

(a) 5,00 YTL'lik tahvil satılıp, yerine 22,50 YTL fiyatla 0,222 lot hisse alınmıştır.

(b) 4,80 YTL'lik tahvil satılıp, yerine 20.25 YTL fiyatla 0,237 lot hisse alınmıştır.

(c) 22.30 YTL birim fiyatla 0,206 lot hisse satılmış, yerine 4,60 YTL'lik tahvil alınmıştır.

(d) 24.50 YTL birim fiyatla 0,192 lot hisse satılmış, yerine 4,70 YTL'lik tahvil alınmıştır.

(e) 27.00 YTL birim fiyatla 0,189 lot hisse satılmış, yerine 5,10 YTL'lik tahvil alınmıştır.

Bu stratejide yatırım yapıldıktan sonra, elde edilecek ek parayı yatırıma ilave etmek kolaydır. Bu nedenle, yönetsel sorunlarla karşılaşmaz. Çünkü bu stratejide miktar yerine hisse senedinin sabit getirili portföye oranı kullanılmaktadır. Bu stratejiyi uygulayacaklar için en önemli konu, yatırımın başlangıç zamanıdır. Yatırım hisse senetlerinin fiyatlarının makul seviyedeysen yapılması elde edilecek karı arttırır.¹⁵⁵

2.2.5. Değişken Oran Stratejisi

Değişken oran stratejisi, sabit oran stratejisinin biraz geliştirilmiş bir şeklidir. Bu stratejiye göre, hisse senedi fiyatları arttığında, hisse senetlerinin bir kısmı satılarak, sabit getirili varlıklara yatırım yapılır. Böylece, portföydeki hisse senetlerinin oranı düşürülür. Buna karşılık, hisse senetleri fiyatları düştüğünde sabit getirili varlıkların bir kısmı satılarak hisse senetlerinin portföy içindeki oranı arttırılır. Bu uygulamanın amacı, yüksek fiyatlardan daha çok hisse senedi satmak, düşük fiyatlardan ise daha çok hisse senedi alabilmektir.¹⁵⁶

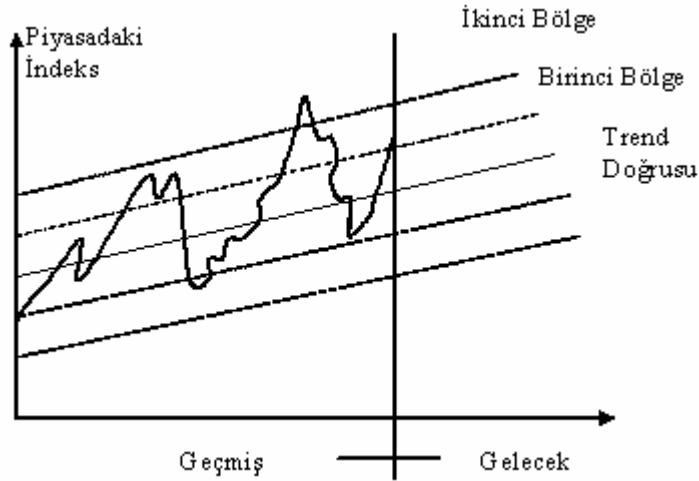
İki menkul kıymet türü arasındaki oranın nasıl saptanacağı konusunda aşağıda açıklanan yöntemlerden yararlanılabilir: Bunun için önce, piyasa endeksinin geçmiş

¹⁵⁵ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 276

¹⁵⁶ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

değerlerinden faydalanarak bir trend doğrusu saptanır. Bu trend doğrusu, ileriye doğru uzatılır. İkinci şamada, ileriye doğru uzatılan trend doğrusunun her iki yanında bölgeler saptanır.

Piyasa endeksi, öngörülen trend doğrusu civarında seyrettikçe, portföy için önceden saptanan oranlarda (örneğin; %50-%50) herhangi bir değişiklik yapılmaz. Endeks değeri, birinci bölgeye ulaştığında, portföydeki hisse senetleriyle, sabit getirili menkul kıymetler arasındaki oran, örneğin; %40-%60 olarak değiştirilir. Endeks değeri, ikinci bölgeye ulaştığında, bu oran %30-%70'e düşürülebilir. Endeksin trend doğrusu altındaki bölgelere inmesi halinde ise bu oranlar sırasıyla, %60-%40 ve %70-%30 gibi değiştirilebilir.¹⁵⁷



Şekil 2.2: Değişken Oran Planı İçin Bölgeler Saptanması

(Kaynak: Mehmet Bolak, 2001, s.284)

Değişken oran stratejisinin sakıncaları da, fiyatlar sürekli aşağı doğru inerken, hisse senetlerinin portföy içindeki payının da sürekli olarak artmasına olanak tanınması ve böylece önemli sermaye kayıplarıyla karşılaşılabilmesidir.¹⁵⁸ Ayrıca grafiklelenmemiş bir bölgeye geçen yükselen trendden yararlanmak da mümkün olmayacaktır.

¹⁵⁷ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, age, 1998, s. 278

¹⁵⁸ Hulusi Ünal, "Hedging (Riskten Korunma) Amaçlı Portföy Stratejilerinde Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Kullanımı ve Türkiye Uygulaması", (Yayınlanmamış YL Tezi, DEÜSBE Muhasebe-Finans Programı, 2001), s. 45

2.2.6. Endeks İçerikli Fon Stratejisi

İncelenecek diğer bir strateji olan endeks içerikli fon stratejisinde, adından da anlaşılacağı üzere bir endeks belirlenmelidir. Bir ya da daha fazla değişkenin zaman, mekan veya diğer özelliklere göre gösterdiği nispi değişmelerin ölçülmesinde kullanılan oranlar endeks olarak tanımlanmaktadır.¹⁵⁹

Bu stratejiye göre, endeks kapsamındaki hisse senetlerine endeks içindeki ağırlıkları korunarak yatırım yapılabilir. Böylece piyasayı temsil ettiği varsayılan endekse eşit bir getiri sağlanabilir. Bu stratejide belirli bir süre alım-satım işlemi yapılmaması benimsediğinden, pasif portföy yönetimlerinden biri olarak kabul edilir.

Bu strateji, genellikle etkin piyasa teorisine inanan kurumsal yatırımcılar tarafından uygulanmaktadır. Strateji, uzun dönemde endekslerden daha iyi getiri elde edilemeyeceğini ve endekslerin tüm piyasayı aynen yansıttığı varsayımına dayanmaktadır.

Endeks kapsamındaki hisse senedi sayısı fazla ise, bazı ölçütlere göre seçim yapılarak portföye girecek menkul kıymetler belirlenir ve bu durum endeksin kısmen temsil edilmesi olarak tanımlanabilir. Burada amaç, özellikle portföy oluşturulurken ödenen komisyonlar ile sonraki yönetim giderlerini azaltmaktır.

Endeksin kısmen temsil edildiği yöntemlerde, geçmişteki veriler ile geleceği tahmin etmeye çalışmak, eleştirilmektedir.¹⁶⁰ Bu nedenle, portföyün getiri oranının endeks ile tutarlı olup olmadığı belirli aralıklarla test edilmelidir.

¹⁵⁹ Hüseyin Ekenel, “ Müteşebbislerin Yatırım Portföylerinin Yönetimi Maliyet- Kar Analizi,” (Yayınlanmamış YL Tezi, DEÜSBE İktisat Anabilim Dalı, 2003), s. 92

¹⁶⁰ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
HİSSE SENEDİ PORTFÖYLERİNİN YÖNETİMİNDE PRATİK
YAKLAŞIMLAR VE İMKB UYGULAMASI

3.1. YATIRIMCI PORTFÖYLERİ (2005 YILI)

2005 yılı başına kadar hisse senedi piyasasındaki en önemli ağırlık yerli bireysel yatırımcıydı. Fakat bu durum 2005 yılı içinde değişmiş, yabancı fonların ve tüzel yatırımcıların payı daha yüksek seviyelere ulaşmıştır.¹⁶¹

Tablo 3.1: Takasbank ve MKK Nezdindeki Hesaplar

Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Nezdindeki Hesaplar					
	03.01.2005		31.12.2005		
Yatırımcı Kategorisi	Portföy Değeri (mn. YTL)	Portföy Değeri (% Pay)	Portföy Değeri (mn. YTL)	Portföy Değeri (% Pay)	Değişim
Yabancı	20,876	54.9%	45,637	64.8%	118.6%
Fon	9,407	24.7%	22,307	31.7%	137.1%
Tüzel	11,275	29.6%	23,081	32.8%	104.7%
Gerçek	144	0.4%	181	0.3%	25.1%
Diğer	51	0.1%	68	0.1%	35.4%
Yerli	17,170	45.1%	24,760	35.2%	44.2%
Fon	441	1.2%	876	1.2%	98.8%
Tüzel	2,953	7.8%	5,811	8.3%	96.8%
Gerçek	12,405	32.6%	15,775	22.4%	27.2%
Diğer	1,371	3.6%	2,298	3.3%	67.7%
Toplam	38,046	100.0%	70,398	100.0%	85.0%

Kaynak: Takasbank, MKK

(Kaynak: TSPAKB, Mayıs 2006, s. 125)

Yerli gerçek kişilerin toplam hisse senetlerindeki payları 2004 yılı başında %38 iken¹⁶², **Tablo: 3.1** 'den de görüleceği üzere, 2005 yılı başında %33'e, 2005 yılı sonunda ise %22'ye gerilemiştir. Yapılan çalışmanın, yatırımcılar içerisindeki bahsedilen %22'lik bu kısmı özellikle ilgilendirdiği düşünülmektedir.

¹⁶¹ <http://www.tspakb.org.tr/docs/rapor05/yatirimcianalizi2005.pdf> (Erişim Tarihi: 23.06.2006)

¹⁶² TSPAKB, **Türkiye Sermaye Piyasası 2005: Sermaye Piyasasında Gelişmeler-Yatırımcı Analizi-Aracı Kuruluşlar**, Birinci Baskı, İstanbul: TSPAKB Yayın No:29, Mayıs 2006, s. 126

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Elbette her çalışmada olduğu gibi, yapılan bu çalışmada bazı amaçlara ulaşılmak istenmiştir. Yapılan bu çalışmanın amaçları şu şekilde sıralanabilir:

1. Çalışma öncesi yapılan araştırmalar doğrultusunda edinilen ve yararlanılan kaynaklardaki hipotetik örneklerin dışında, gerçek ve güncel veriler kullanılarak bir uygulamanın yapılıp, bu konunun, özellikle de bireysel yatırımcılar açısından daha iyi anlaşılması amaçlanmıştır.

2. Portföy, piyasa ile aynı yönde hareket eden hisse senetlerinden oluştuğunda piyasanın yükseliş dönemlerinde, ikinci bölümde yapılan açıklamalar doğrultusunda, en iyi yaklaşımın satın al ve elde tut stratejisi olup olmadığı incelenmek istenmiştir.

3. Ayrıca araştırma içerisine bir aylık örnek uygulama ile birlikte, örnekten yola çıkılarak özet şeklinde bir tablo içerisinde ele alınan portföyün, uygulanan yaklaşımlar doğrultusunda bir yıllık değişimleri de izlenmek istenmiştir. Bu sayede, hem ele alınan portföyle ilgili olarak örnekte elde edilen sonuçların tekrarlanıp tekrarlanmadığı hem de piyasanın düşüş dönemlerinde portföyde meydana gelen değişimler doğrultusunda ele alınan yaklaşımlar hakkında, yorum yapılması amaçlanmıştır.

3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Yapılan araştırma içerisinde ele alınan portföy, yukarıdaki amaçlara yönelik olması için, piyasa ile aynı yönde hareket eden hisse senetlerinden oluşturulmuştur. Ayrıca uygulama içerisinde pratik yaklaşımlar hakkında bilgiler verilirken, piyasa ve sektör içerisindeki risklere ve diğer konulara, ele alınan çalışmanın özünden sapmamak için yer verilmemiştir. Çalışmada yer alan pratik yaklaşımlara ilişkin örnek uygulamanın oldukça yalın tutulmasının nedeni, konunun basitliğine ve anlaşılır olmasına katkı sağlayacak olmasından kaynaklanmaktadır.

3.4. PORTFÖYE DAHİL EDİLEN ŞİRKETLER VE UYGULAMALAR İÇİN VARSAYIMLAR

Buraya kadar yapılan açıklamalar doğrultusunda konuyu daha iyi değerlendirebilmek için gerçek veriler ışığında bir örnek yapılabilir. Ancak, önce örneğin oluşturulup ele alınmasında kullanılan varsayımları belirtmek gerekmektedir.

Kullanılan varsayımlar:

1. Pratik yaklaşımlar oluşturulan portföye uygulanırken, zaman aralığı olarak 2005 yılı seçilmiş olup, ele alınan dönem, aylık bazlı 12 dönem olarak incelenmiştir.

2. Pratik yaklaşımlar oluşturulan portföye uygulanırken, örnek olarak Mayıs ayına ait bir aylık dönem kullanılmıştır. Diğer dönemlerdeki işlemler sonuçları itibariyle değerlendirilmiştir.

3. Dönem içerisinde yapılan yatırım tutarı, 1.000 YTL olarak ele alınmıştır.

4. Portföye dahil edilen hisse senetlerinin portföy içerisindeki payları, tutar olarak eşit olduğu varsayılmıştır.

5. Hisse senedi alım satımı işlemleri anında yapılmaktadır ve zaman farkı olmadığı varsayılmıştır.

6. Fiyat olarak, hisse senetlerinin o günkü düzeltilmiş kapanış fiyatları kullanılmıştır. Bunun nedeni, düzeltilmiş fiyatlarının, hisse senetleri bedelli bedelsiz bölünmelerinin fiyatlar üzerine etkisini içermesinden dolayıdır.

7. Hisse senetleri alım satım komisyonlarının sıfır olduğu varsayılmıştır.

8. Portföy içerisinde hisse senetlerine yatırılmayan tutar, nakit olarak elde tutulduğu varsayılmıştır.

9. Hisse senedi alım satım işlemleri üzerinden vergi ve diğer giderlerin olmadığı varsayılmıştır.

10. Uygulama içerisinde küsuratlı işlemler de yapılmış olup bunların alım-satımı, yine hisse senetleri düzeltilmiş kapanış fiyatları üzerinden yapılmıştır.

11. Ele alınan yaklaşımlardaki, portföylerin dönem sonu toplam değerlerinin hesaplanmasında bir sonraki ayın ilk günü düzeltilmiş kapanış fiyatı da dikkate alınmıştır.

Varsayımlar ortaya konulduktan sonra, şimdi portföy içerisinde yer alan anonim ortaklıklar hakkında kısaca bilgi verilebilir.

Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret A.Ş.: Kuruluş tarihi 02.12.1963 olan Alarko' nun, başlıca üretim alanı ısıtma, soğutma, klima cihazları imali ve toptan satışlarıdır.¹⁶³ Merkezi İstanbul' da olan ortaklık, ilk defa 27.01.1992 tarihinde İMKB' de işlem görmeye başlamıştır.¹⁶⁴ ALCAR işlem kodlu¹⁶⁵ ortaklığın halka açıklık oranı %14'dür.

Arçelik A.Ş.: Kuruluş tarihi 21.01.1955 olan Arçelik, elektrikli ve elektriksiz ev aletleri ile ev ekonomisi içinde yer alan cihazların kendileri ile bunların ana ve tali girdilerinin imali, satışı, ihracı ve ithalatı ile ilgili bütün ticari ve sınai faaliyetlerde bulunmaktadır.¹⁶⁶ Merkezi İstanbul' da olan ortaklık, ilk defa 21.01.1986 tarihinde İMKB' de işlem görmeye başlamıştır.¹⁶⁷ ARCLK işlem kodlu¹⁶⁸ ortaklığın halka açıklık oranı %20'dir.

Beko Elektronik A.Ş.: Kuruluş tarihi 22.09.1966 olan Beko' nun, başlıca üretim alanı elektronik ürünlerdir.¹⁶⁹ Merkezi İstanbul' da olan ortaklık, ilk defa 26.10.1992 tarihinde İMKB' de işlem görmeye başlamıştır.¹⁷⁰ BEKO işlem kodlu¹⁷¹ ortaklığın halka açıklık oranı %22'dir.

Bsh Ev Aletleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.: Kuruluş tarihi 13.08.1974 olan Bsh' ın, başlıca üretim alanı beyaz eşyadır.¹⁷² Merkezi İstanbul' da olan ortaklık, ilk defa 02.02.1990 tarihinde İMKB' de işlem görmeye başlamıştır.¹⁷³ BSHEV işlem kodlu ortaklığın halka açıklık oranı %20'dir.

¹⁶³ <http://analiz.ibsyazilim.com/genel/sirket01inp.html> (Erişim Tarihi: 23.05.2006)

¹⁶⁴ http://www.imkb.gov.tr/sirket/ilk_islem.zip (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

¹⁶⁵ <http://www.imkb.gov.tr/sirket/sirketadres.zip> (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

¹⁶⁶ <http://analiz.ibsyazilim.com/genel/sirket01inp.html> (Erişim Tarihi: 23.05.2006)

¹⁶⁷ http://www.imkb.gov.tr/sirket/ilk_islem.zip (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

¹⁶⁸ <http://www.imkb.gov.tr/sirket/sirketadres.zip> (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

¹⁶⁹ <http://analiz.ibsyazilim.com/genel/sirket01inp.html> (Erişim Tarihi: 23.05.2006)

¹⁷⁰ http://www.imkb.gov.tr/sirket/ilk_islem.zip (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

¹⁷¹ <http://www.imkb.gov.tr/sirket/sirketadres.zip> (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

¹⁷² <http://analiz.ibsyazilim.com/genel/sirket01inp.html> (Erişim Tarihi: 23.05.2006)

¹⁷³ http://www.imkb.gov.tr/sirket/ilk_islem.zip (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

Türk Demir Döküm Fabrikaları A.Ş.: Kuruluş tarihi 14.08.1954 olan T.Demirdöküm' ün, başlıca üretim alanı şofben, termosifon, kombi, döküm radyatör, döküm kazan, kat kaloriferleri, doğal gaz sobalarıdır.¹⁷⁴ Merkezi İstanbul'da olan ortaklık, ilk defa 06.01.1986 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlamıştır.¹⁷⁵ TUDDF işlem kodlu ortaklığın halka açıklık oranı %20'dir.

3.5. PRATİK YAKLAŞIM STRATEJİLERİ İÇİN UYGULAMALAR

Varsayımlar ortaya konulduktan ve portföyde yer alan anonim ortaklıklar hakkında kısaca bilgiler verildikten sonra pratik yaklaşımlar için İMKB üzerine bir örnek yapılabilir. Bu doğrultuda gerçek veriler için İMKB U-100'deki sektörler içerisinde metal eşya ve makine gereç yapım sektörüne dahil yirmi dört şirket içerisinde beyaz eşya ve ev aletleri üreten beş şirketin menkul kıymetlerinden oluşan bir portföy oluşturulmuştur. Portföye dahil edilen bu şirketlerin hepsinin aynı sektörden alınmasının nedeni, ortaya çıkan sonuçlar doğrultusunda sektördeki gelişmeler hakkında da yorum yapılabilmesine imkan sağlaması içindir. Oluşturulan portföy içerisinde Alarko Carrier, Arçelik, Beko Elektronik, Bsh Ev Aletleri ve T. Demirdöküm hisse senetleri yer almaktadır.* Pratik yaklaşımlar, oluşturulan portföye uygulanırken zaman aralığı olarak 2005 yılı, Mayıs ayına ait bir aylık dönem kullanılmıştır. 02 Mayıs-01 Haziran dönemi kullanılarak 19 günlük bir periyot elde edilmiştir. Bu döneme ait hisse senetleri fiyatlarındaki değişimler **Tablo 3.2'** de gösterilmektedir.¹⁷⁶

¹⁷⁴ <http://analiz.ibsyazilim.com/genel/sirket01inp.html> (Erişim Tarihi: 23.05.2006)

¹⁷⁵ http://www.imkb.gov.tr/sirket/ilk_islem.zip (Erişim Tarihi: 25.05.2006)

* Portföye dahil edilen hisse senedi sayısı rastlantısal olarak seçilmiştir. Portföye dahil edilip yukarıda kısaca bilgileri verilen şirketler ise, ele alınan dönem içerisinde hisse senedi getirileri pazar portföyünün getirisi ile aynı yönde hareket eden şirketler arasından seçilmişlerdir.

¹⁷⁶ <http://analiz.ibsyazilim.com/isapi/at01/fiyat01inp.asp> (Erişim Tarihi: 10.05.2006)

Tablo 3.2: Hisse Senetleri Kapanış Fiyatları

	Alarko Carrier	Arçelik	Beko Elektronik	Bsh Ev Aletleri	T. Demirdöküm
Tarih	Hisse Senedi Kapanış Fiyatı	Hisse Senedi Kapanış Fiyatı	Hisse Senedi Kapanış Fiyatı	Hisse Senedi Kapanış Fiyatı	Hisse Senedi Kapanış Fiyatı
02.05.2005	8,58	6,02	2,18	18,62	5,05
03.05.2005	8,49	6,02	2,21	18,52	5,05
04.05.2005	8,73	6,15	2,29	18,62	5,34
05.05.2005	9,02	6,43	2,39	19,11	5,71
09.05.2005	8,73	6,15	2,30	18,91	5,67
10.05.2005	8,73	6,25	2,30	18,82	5,67
11.05.2005	8,73	6,25	2,25	18,82	5,67
12.05.2005	8,93	6,38	2,37	19,79	5,71
13.05.2005	9,02	6,48	2,43	19,79	5,67
17.05.2005	9,02	6,55	2,33	20,28	5,80
18.05.2005	9,22	6,75	2,39	20,47	5,70
20.05.2005	9,27	6,85	2,37	23,01	5,80
23.05.2005	8,88	6,45	2,25	27,54	5,75
24.05.2005	8,73	6,55	2,25	28,27	5,75
25.05.2005	8,78	6,50	2,25	27,05	5,85
26.05.2005	8,68	6,50	2,22	25,84	6,05
27.05.2005	8,73	6,60	2,24	25,10	6,10
30.05.2005	8,95	6,80	2,26	25,35	6,25
31.05.2005	9,15	7,20	2,27	25,50	6,10
01.06.2005	9,15	7,10	2,25	24,50	6,10

Yukarıda hisse senetleri düzeltilmiş kapanış fiyatları verildikten sonra, tamamı hisse senetlerinden oluşan portföye, ele alınan pratik yaklaşımlar uygulanabilir. Stratejilerin uygulanmasına, stratejilerin en basiti olması nedeniyle satın al ve elde tut stratejisi ile başlanacaktır.

3.5.1. Satın Al ve Elde Tut Stratejisi Uygulaması

Satın al ve tut stratejisinin temelinde, elde tutma süresi boyunca portföyde aynı sayıda hisse senedi bulunacağı yatmaktadır. Yatırım tutarı, yatırımcı tarafından belirleneceğinden, bu uygulamada toplam 1.000 YTL yatırım yapılacağı öngörülmüştür.*

* Yatırım tutarının belirlenmesinde herhangi bir etkene bağlı kalmaya gerek yoktur. Çünkü pratik yaklaşımlardaki yüzdeler, ele alınan tutarların değişkenliğinden bağımsız olarak oluşmaktadır.

Tablo 3.3: Satın Al ve Elde Tut Stratejisi

Tarih	Alarko Carrier Kapanış (YTL)	Arçelik Kapanış(YTL)	Beko Elektronik Kapanış (YTL)	BSH Ev Aletleri Kapanış (YTL)	T. Demirdöküm Kapanış (YTL)	Portföy Değeri
02.05.2005	8,58	6,02	2,18	18,62	5,05	1.000,00
03.05.2005	8,49	6,02	2,21	18,52	5,05	999,43
04.05.2005	8,73	6,15	2,29	18,62	5,34	1.029,30
05.05.2005	9,02	6,43	2,39	19,11	5,71	1.074,64
09.05.2005	8,73	6,15	2,30	18,91	5,67	1.046,44
10.05.2005	8,73	6,25	2,30	18,82	5,67	1.048,44
11.05.2005	8,73	6,25	2,25	18,82	5,67	1.043,86
12.05.2005	8,93	6,38	2,37	19,79	5,71	1.076,34
13.05.2005	9,02	6,48	2,43	19,79	5,67	1.085,29
17.05.2005	9,02	6,55	2,33	20,28	5,80	1.089,14
18.05.2005	9,22	6,75	2,39	20,47	5,70	1.103,97
20.05.2005	9,27	6,85	2,37	23,01	5,80	1.137,78
23.05.2005	8,88	6,45	2,25	27,54	5,75	1.151,09
24.05.2005	8,73	6,55	2,25	28,27	5,75	1.158,86
25.05.2005	8,78	6,50	2,25	27,05	5,85	1.149,21
26.05.2005	8,68	6,50	2,22	25,84	6,05	1.139,01
27.05.2005	8,73	6,60	2,24	25,10	6,10	1.139,43
30.05.2005	8,95	6,80	2,26	25,35	6,25	1.161,58
31.05.2005	9,15	7,20	2,27	25,50	6,10	1.176,16
01.06.2005	9,15	7,10	2,25	24,50	6,10	1.160,26
Hisse adedi (LOT)	23,30	33,24	91,74	10,74	39,59	TOPLAM
Başlangıç Yatırımı	200,00	200,00	200,00	200,00	200,00	1.000,00
Dönem Sonu Değerleri	213,18	236,03	206,42	263,15	241,47	1.160,26
Dönem Sonu Farkları	13,18	36,03	6,42	63,15	41,47	160,26
Portföye Katkıları (%)	1,32	3,60	0,64	6,31	4,15	16,03

1.000 YTL ile 2 Mayıs 2005 tarihinde 8,58 YTL' den Alarko'dan 23,30 lot; 6,02 YTL' den Arçelik' ten 33,24 lot; 2,18 YTL' den Beko' dan 91,74 lot; 18,62 YTL' den BSH ev aletlerinden 10,74 lot; 5,05 YTL' den Demirdöküm' den 39,59 lot hisse senedi alınacaktır. Hisse senedi adetleri her bir hisse senedine yapılan 200 YTL' nin hisse senedi fiyatına bölünmesiyle bulunmuştur. Yaklaşımına göre, vade sonuna kadar aynı sayıda hisse senedi elde tutulacaktır. Mayıs ayı içerisindeki her gün için, bulunan sabit hisse senedi adedi ile portföyün fiyatının çarpılması sonucu, bu stratejinin gün gün yatırımcıya sağlayacağı kazanç ya da kayıp görülebilir. Metal eşya ve makine gereç yapım sektörüne ait 5 hisse senedinden oluşan bu portföye göre, dönem sonundaki fiyatların dönem başındaki fiyatlardan yüksek olması nedeniyle, satın al ve elde tut stratejisini uygulayacak olan yatırımcı, bir getiri sağlamaktadır. Hisse senetleri miktarları sabit tutulup, dönem sonunda oluşan hisse senedi fiyatları ile çarpılması sonucu 2 Mayıs 2005 tarihinde toplam yatırım 1.000 YTL iken, 1 Haziran 2005 tarihinde toplam portföy değeri 1.160,26 YTL olmuştur. Mayıs dönemi içerisinde bu beş hisse senedi ile oluşturulmuş portföye sahip olan yatırımcı 160,26 YTL getiri elde etmiştir. Yüzdesel anlamda ise yaklaşık olarak % 16,03 oranında bir getiri elde edilmiştir. Bu da gösteriyor ki fiyatlar yükseliş seyrinde iken, satın al ve elde tut stratejisinin uygulanması ile belirli bir getiri elde edilmektedir.

3.5.2. Maliyeti Ortalama Stratejisi Uygulaması

Maliyeti ortalama stratejisine göre, yatırımcı belli bir dönem boyunca her dönem aynı miktarda yatırım yapacaktır. Satın al ve tut stratejisi ile mukayesenin daha kolay olması amacıyla, maliyeti ortalama stratejisinde de dönem sonuna kadar 1.000 YTL yatırım yapılacağı esas alınarak, 2 Mayıs 2005'te her hisse senedine 10,53 YTL' den toplam 52,63 YTL yatırım yapılmıştır. Yatırımcı her dönem aynı miktarda yatırım yapacağından, Mayıs ayı sonuna kadar toplam 1.000 YTL yatırım yapacaktır. Günlük 52,63 YTL yatırım tutarı sabit tutulmakta, buna karşın değişen hisse senetleri fiyatları ile alınan hisse senedi adedi değişmektedir. Tablodan da görüleceği üzere dönem sonunda 22,58 lot Alarko; 30,99 lot Arçelik; 87,33 lot Beko; 9,28 lot BSH ve 35,07 lot da Demirdöküm hisse senedi alınmıştır. Hisse senetlerinin

Tablo 3.4: Maliyeti Ortalama Stratejisi

Toplam yatırım	1.000 YTL								
Günlük H.başına Yat.	10,53 YTL				Günlük Alınan Hisse Senedi Miktarları				
Alarko Carrier	Arçelik	Beko Elektronik	BSH Ev Aletleri	T. Demirdöküm	Alarko	Arçelik	BEKO	BSH	Demirdöküm
Kapanış	Kapanış	Kapanış	Kapanış	Kapanış	H. senedi adedi	H. senedi adedi	H. senedi adedi	H. senedi adedi	H. senedi adedi
8,58	6,02	2,18	18,62	5,05	1,23	1,75	4,83	0,57	2,08
8,49	6,02	2,21	18,52	5,05	1,24	1,75	4,76	0,57	2,08
8,73	6,15	2,29	18,62	5,34	1,21	1,71	4,60	0,57	1,97
9,02	6,43	2,39	19,11	5,71	1,17	1,64	4,40	0,55	1,84
8,73	6,15	2,30	18,91	5,67	1,21	1,71	4,58	0,56	1,86
8,73	6,25	2,30	18,82	5,67	1,21	1,69	4,58	0,56	1,86
8,73	6,25	2,25	18,82	5,67	1,21	1,69	4,68	0,56	1,86
8,93	6,38	2,37	19,79	5,71	1,18	1,65	4,44	0,53	1,84
9,02	6,48	2,43	19,79	5,67	1,17	1,63	4,33	0,53	1,86
9,02	6,55	2,33	20,28	5,80	1,17	1,61	4,52	0,52	1,81
9,22	6,75	2,39	20,47	5,70	1,14	1,56	4,40	0,51	1,85
9,27	6,85	2,37	23,01	5,80	1,14	1,54	4,44	0,46	1,81
8,88	6,45	2,25	27,54	5,75	1,19	1,63	4,68	0,38	1,83
8,73	6,55	2,25	28,27	5,75	1,21	1,61	4,68	0,37	1,83
8,78	6,50	2,25	27,05	5,85	1,20	1,62	4,68	0,39	1,80
8,68	6,50	2,22	25,84	6,05	1,21	1,62	4,74	0,41	1,74
8,73	6,60	2,24	25,10	6,10	1,21	1,59	4,70	0,42	1,73
8,95	6,80	2,26	25,35	6,25	1,18	1,55	4,66	0,42	1,68
9,15	7,20	2,27	25,50	6,10	1,15	1,46	4,64	0,41	1,73
9,15	7,10	2,25	24,50	6,10					
				Toplam Miktar (LOT)	22,58	30,99	87,33	9,28	35,07
				Portföy Değeri (YTL)	206,62	220,02	196,50	227,31	213,92
				Toplam Portföy Değeri	1.064,37				
				Toplam Yatırım	1.000,00				
				Fark (YTL)	64,37				
				%	6,44				

dönem sonu fiyatlarının hisse senedi toplam miktarlarıyla çarpımının toplamı bize toplam portföy değerini vermektedir. **Tablo 3.4'** te görüldüğü üzere toplam portföy değeri 1.064,37 YTL' dir. Bu stratejiye göre ise elde edilen toplam getiri 64,37 YTL olup bu değer, yaklaşık olarak toplam yatırımın % 6,44'üne denk gelmektedir. Hisse senedi adedi gün bazında incelendiğinde genellikle düşüş seyrinde olduğu görülmektedir. Yatırım tutarı sabit olduğundan, hisse senetlerinin fiyatları arttıkça, daha az miktarda hisse senedi alınabilmektedir. Bu nedenle uygulamada da gerçekleştiği üzere maliyet ortalama stratejisi ile portföydeki hisse senetlerinin fiyatlarının yükseldiği bir dönemde, satın al ve elde tut stratejisine göre daha az bir getiri elde edilecektir.

3.5.3. Sabit Değer Stratejisi Uygulaması

Sabit değer stratejisinde, önceki iki stratejiden farklı olarak portföye sabit getirili menkul kıymet eklenmektedir. Bu uygulamada, oluşturulan portföydeki değişikliklerin incelenmesi ve bu değişikliklerin daha iyi gösterilebilmesi için sabit getirili menkul kıymet yerine, nakit tutma eğilimi tercih edilmiştir. Ayrıca elde tutulan nakit için bir getirinin olmadığını varsayılmaktadır. Stratejilerin kolay karşılaştırılabilmesi amacıyla yatırımcı tarafından belirlenecek olan hisse senedi ve nakit tutma eğiliminin portföy içerisindeki oranı, her biri için %50 olarak kabul edilmiştir. Diğer stratejilerde de uygulandığı gibi, burada da yatırım döneminin başlangıcındaki tutar 1.000 YTL olacaktır. Sabit değer stratejisine göre portföy içerisinde %50 hisse senedi, %50 nakit bulunacağından, bunlara ayrılacak olan yatırım tutarı 500 YTL olacaktır. Bu stratejinin temelinde, hisse senetlerinin toplam değerinin sabit tutulacağı yatmaktadır. Tablodan da görüleceği üzere hisse senetleri toplam değeri 500 YTL olarak dönem boyunca aynı düzeyde tutulmaktadır. Hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişimler sonucu hisse senetlerini alıp satarak portföydeki hisse senedi değeri sabit tutulmaktadır. **Tablo 3.5'** e göre 2 Mayıs 2005 tarihinde yatırımcı 500 YTL değerinde hisse senedi, 500 YTL değerinde ise nakit paradan oluşan toplam 1.000 YTL değerinde bir portföye sahiptir. Dönem başı 2 Mayıs 2005 itibariyle gün içerisinde beş hisse senedine eşit değerinde yatırım yapılmakta olup hisse senetleri miktarları, 100 YTL' nin hisse senetlerinin o günkü

Tablo 3.5: Sabit Değer Stratejisi*

Tarih	Alarko Carrier (miktar)	alış-satış (miktar)	alış-satış (kâr)	ARÇELİK (miktar)	alış-satış (miktar)	alış-satış (kâr)	BEKO (miktar)	alış-satış (miktar)	alış-satış (kâr)
02.05.2005	11,65	0,00	0,00	16,62	0,00	0,00	45,87	0,00	0,00
03.05.2005	11,78	0,13	-1,14	16,62	0,00	0,00	45,25	-0,62	1,38
04.05.2005	11,45	-0,33	2,87	16,25	-0,37	2,29	43,67	-1,58	3,62
05.05.2005	11,08	-0,37	3,35	15,55	-0,70	4,48	41,84	-1,83	4,37
09.05.2005	11,45	0,37	-3,24	16,25	0,70	-4,29	43,48	1,64	-3,77
10.05.2005	11,45	0,00	0,00	16,01	-0,24	1,49	43,48	0,00	0,00
11.05.2005	11,45	0,00	0,00	16,01	0,00	0,00	44,44	0,97	-2,17
12.05.2005	11,20	-0,25	2,23	15,67	-0,35	2,21	42,19	-2,25	5,33
13.05.2005	11,08	-0,12	1,09	15,44	-0,22	1,44	41,15	-1,04	2,53
17.05.2005	11,08	0,00	0,00	15,27	-0,18	1,15	42,92	1,77	-4,12
18.05.2005	10,85	-0,23	2,16	14,81	-0,45	3,05	41,84	-1,08	2,58
20.05.2005	10,79	-0,06	0,53	14,60	-0,22	1,48	42,19	0,35	-0,84
23.05.2005	11,27	0,47	-4,21	15,50	0,91	-5,84	44,44	2,25	-5,06
24.05.2005	11,45	0,19	-1,65	15,27	-0,24	1,55	44,44	0,00	0,00
25.05.2005	11,39	-0,06	0,56	15,38	0,12	-0,76	44,44	0,00	0,00
26.05.2005	11,52	0,13	-1,11	15,38	0,00	0,00	45,05	0,60	-1,33
27.05.2005	11,45	-0,06	0,56	15,15	-0,23	1,54	44,64	-0,40	0,90
30.05.2005	11,17	-0,28	2,51	14,71	-0,45	3,03	44,25	-0,40	0,89
31.05.2005	10,93	-0,24	2,23	13,89	-0,82	5,88	44,05	-0,19	0,44
01.06.2005	10,93	0,00	0,00	14,08	0,20	-1,39	44,44	0,39	-0,88
	alış-satış (toplam miktar-Lot)	-0,72			-2,54			-1,43	
	alış-satış (toplam kâr-YTL)		6,76			17,32			3,87

* Bu tablo, bir sonraki sayfada devam etmektedir.

Tablo 3.5: Sabit Değer Stratejisi(Devamı)

Tarih	BSH (miktar)	alış-satış (miktar)	alış-satış (kâr)	DEMİRDÖKÜM (miktar)	alış-satış (miktar)	alış-satış (kâr)	hisse senetlerinin toplam değeri (YTL)
02.05.2005	5,37	0,00	0,00	19,79	0,00	0,00	500,00
03.05.2005	5,40	0,03	-0,52	19,79	0,00	0,00	500,00
04.05.2005	5,37	-0,03	0,53	18,74	-1,05	5,61	500,00
05.05.2005	5,23	-0,14	2,62	17,50	-1,24	7,08	500,00
09.05.2005	5,29	0,05	-1,02	17,65	0,15	-0,83	500,00
10.05.2005	5,31	0,03	-0,51	17,65	0,00	0,00	500,00
11.05.2005	5,31	0,00	0,00	17,65	0,00	0,00	500,00
12.05.2005	5,05	-0,26	5,18	17,50	-0,15	0,83	500,00
13.05.2005	5,05	0,00	0,00	17,65	0,15	-0,83	500,00
17.05.2005	4,93	-0,12	2,46	17,24	-0,41	2,36	500,00
18.05.2005	4,88	-0,05	0,96	17,54	0,30	-1,72	500,00
20.05.2005	4,35	-0,54	12,38	17,24	-0,30	1,75	500,00
23.05.2005	3,63	-0,72	19,70	17,39	0,15	-0,86	500,00
24.05.2005	3,54	-0,09	2,65	17,39	0,00	0,00	500,00
25.05.2005	3,70	0,16	-4,31	17,09	-0,30	1,74	500,00
26.05.2005	3,87	0,17	-4,50	16,53	-0,57	3,42	500,00
27.05.2005	3,98	0,11	-2,83	16,39	-0,14	0,83	500,00
30.05.2005	3,95	-0,04	0,97	16,00	-0,39	2,46	500,00
31.05.2005	3,92	-0,02	0,60	16,39	0,39	-2,40	500,00
01.06.2005	4,08	0,16	-3,92	16,39	0,00	0,00	500,00
	alış-satış (toplam miktar-Lot)	-1,29			-3,40		
	alış-satış (toplam kâr-YTL)		30,43			19,44	
	Toplam Yatırım (YTL)	1.000,00					
	T.Portföy Değeri(YTL)	1.077,83					
	Değişim (YTL)	77,83					
	%	7,78					

fiyatlarına bölünmesi sonucu elde edilmiştir. 4 Mayıs 2005 tarihinde hisse senetleri fiyatlarının genelde artması nedeniyle hisse senetleri toplam değeri artmıştır. Hisse senetleri toplam değeri sabit kalacağından, bu durumda fiyatı artan hisse senetlerinden satım, fiyatı azalan hisse senetlerinden ise alım işlemi yapılarak hisse senetleri toplam değeri sabit tutulmaya çalışılmıştır. Bu işlemler dönem boyunca gün gün tüm hisse senetleri için ayrı ayrı yapılmıştır. Bunun sonucunda elde tutulan nakit düzeyinin durumuna göre toplam portföy değeri artmakta veya azalmaktadır. Tablodan çıkarılacağı üzere elde nakit tutma düzeyi artmıştır. Hisse senedi fiyatlarının artması durumunda hisse senedi toplam değerinin sabit tutulması için hisse senedi satılacaktır.

Tablo 3.5' e göre dönemin ilk ve son günleri karşılaştırıldığında hisse senedi fiyatlarının hepsi de arttığından, hisse senetleri miktarı azalmıştır. Portföyün toplam değeri, sabit değer stratejisine göre elde tutulan nakit düzeyindeki değişimin yönü ile belirlenmektedir. Vade sonunda elde tutulan nakit düzeyi artmış olduğundan, portföyün toplam değeri de artmış olacaktır. Sabit değer stratejisinin uygulanmasıyla dönem sonunda toplam portföy getirisi 77,83 YTL olup bu tutar, toplam yatırımın yaklaşık olarak % 7,78'ine denk gelmektedir.

3.5.4. Sabit Oran Stratejisi Uygulaması

Sabit oran stratejisi, sabit değer stratejisinden farklı olarak hisse senetleri toplam değerini değil, portföy içerisindeki hisse senedi değerinin sabit getirili menkul kıymet değerine oranını sabit tutmaktadır. Bu stratejide yatırımcı tarafından belirlenecek bir oran çerçevesinde hareket edilmektedir. **Tablo 3.6'** da yer alan bu stratejiye göre, yatırımcı, hisse senedi portföy değerinin sabit getirili portföy değerine oranının %1 dalgalanma göstermesi halinde hisse senedi adedini değiştirerek oranı genellikle kabul edilmiş bir oran olan 1' e eşitlemektedir. Bu oran %1 alt-üst sınırını aşmadıkça hisse senedi adedi değişmemektedir. Aştığı takdirde hisse senedi alınıp satılarak düzeltme yapılmaktadır. 2 Mayıs 2005 tarihinden 4 Mayıs 2005 tarihine geçildiğinde toplam portföy değeri, hisse senetleri toplam portföy değerinin artmasından dolayı artmaktadır. Bu artış sonucu hisse senedi

Tablo 3.6: Sabit Oran Stratejisi*

SABİT ORAN			% 1'e göre alt-üst														
		TOPLAM YAT.	1.000,00														
		H.Senedi Yat.	500,00														
		Hisse Başına Yat.	100,00														
Alarko Carrier			Arçelik			Beko Elektronik			BSH Ev Aletleri			T. Demirdöküm					
Tarih	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	Değeri		
02.05.2005	8,58	11,65	100,00	6,02	16,62	100,00	2,18	45,87	100,00	18,62	5,37	100,00	5,05	19,79	100,00		
03.05.2005	8,49	11,65	98,86	6,02	16,62	100,00	2,21	45,87	101,38	18,52	5,37	99,48	5,05	19,79	100,00		
04.05.2005	8,73	11,65	101,70	6,15	16,62	102,29	2,29	45,87	105,05	18,62	5,37	100,00	5,34	19,79	105,61		
	8,73	11,48	100,24	6,15	16,38	100,83	2,29	45,23	103,58	18,62	5,29	98,54	5,34	19,52	104,14		
05.05.2005	9,02	11,48	103,60	6,43	16,38	105,34	2,39	45,23	108,10	19,11	5,29	101,11	5,71	19,52	111,52		
	9,02	11,23	101,36	6,43	16,04	103,10	2,39	44,30	105,87	19,11	5,17	98,88	5,71	19,13	109,28		
09.05.2005	8,73	11,23	98,08	6,15	16,04	98,69	2,30	44,30	101,88	18,91	5,17	97,87	5,67	19,13	108,38		
	8,73	11,39	99,44	6,15	16,26	100,05	2,30	44,89	103,24	18,91	5,25	99,23	5,67	19,37	109,74		
10.05.2005	8,73	11,39	99,44	6,25	16,26	101,54	2,30	44,89	103,24	18,82	5,25	98,72	5,67	19,37	109,74		
11.05.2005	8,73	11,39	99,44	6,25	16,26	101,54	2,25	44,89	101,00	18,82	5,25	98,72	5,67	19,37	109,74		
12.05.2005	8,93	11,39	101,66	6,38	16,26	103,78	2,37	44,89	106,39	19,79	5,25	103,83	5,71	19,37	110,65		
	8,93	11,23	100,20	6,38	16,03	102,32	2,37	44,27	104,92	19,79	5,17	102,37	5,71	19,11	109,19		
13.05.2005	9,02	11,23	101,29	6,48	16,03	103,79	2,43	44,27	107,58	19,79	5,17	102,37	5,67	19,11	108,29		
17.05.2005	9,02	11,23	101,29	6,55	16,03	104,99	2,33	44,27	103,15	20,28	5,17	104,89	5,80	19,11	110,85		
	9,02	11,16	100,68	6,55	15,93	104,37	2,33	44,01	102,54	20,28	5,14	104,28	5,80	19,01	110,23		
18.05.2005	9,22	11,16	102,85	6,75	15,93	107,56	2,39	44,01	105,18	20,47	5,14	105,28	5,70	19,11	108,94		
	9,22	11,07	102,08	6,75	15,82	106,79	2,39	43,68	104,41	20,47	5,10	104,51	5,70	18,98	108,16		
20.05.2005	9,27	11,07	102,62	6,85	15,82	108,37	2,37	43,68	103,53	23,01	5,10	117,45	5,80	18,98	110,06		
	9,27	10,90	101,01	6,85	15,59	106,76	2,37	43,01	101,92	23,01	5,03	115,84	5,80	18,70	108,45		
23.05.2005	8,88	10,90	96,76	6,45	15,59	100,52	2,25	43,01	96,76	27,54	5,03	138,66	5,75	18,70	107,52		
	8,88	10,83	96,14	6,45	15,49	99,90	2,25	42,73	96,14	27,54	5,01	138,04	5,75	18,59	106,89		

* Bu tablo, bir sonraki sayfada devam etmektedir.

Tablo 3.6: Sabit Oran Stratejisi* (Devamı)

SABİT ORAN			% 1'e göre alt-üst														
TOPLAM YAT.			1.000,00														
H.Senedi Yat.			500,00														
Hisse Başına Yat.			100,00														
Alarko Carrier			Arçelik			Beko Elektronik			BSH Ev Aletleri			T. Demirdöküm					
Tarih	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	Değeri		
24.05.2005	8,73	10,83	94,55	6,55	15,49	101,45	2,25	42,73	96,14	28,27	5,01	141,70	5,75	18,70	107,52		
25.05.2005	8,78	10,83	95,08	6,50	15,49	100,68	2,25	42,73	96,14	27,05	5,01	135,60	5,85	18,70	109,39		
26.05.2005	8,68	10,83	94,02	6,50	15,49	100,68	2,22	42,73	94,86	25,84	5,01	129,49	6,05	18,70	113,13		
27.05.2005	8,73	10,83	94,55	6,60	15,49	102,22	2,24	42,73	95,71	25,10	5,01	125,82	6,10	18,70	114,06		
30.05.2005	8,95	10,83	96,93	6,80	15,49	105,32	2,26	42,73	96,57	25,35	5,01	127,05	6,25	18,70	116,87		
	8,95	10,77	96,37	6,80	15,41	104,76	2,26	42,48	96,00	25,35	4,99	126,48	6,25	18,61	116,31		
31.05.2005	9,15	10,77	98,52	7,20	15,41	110,92	2,27	42,48	96,43	25,50	4,99	127,24	6,10	18,61	113,51		
	9,15	10,69	97,85	7,20	15,31	110,25	2,27	42,18	95,76	25,50	4,96	126,57	6,10	18,50	112,84		
01.06.2005	9,15	10,69	97,85	7,10	15,31	108,72	2,25	42,18	94,91	24,50	4,96	121,61	6,10	18,50	112,84		
	9,15	10,77	98,58	7,10	15,42	109,45	2,25	42,51	95,65	24,50	4,99	122,34	6,10	18,62	113,58		

* Bu tablo, bir sonraki sayfada devam etmektedir.

Tablo 3.6: Sabit Oran Stratejisi(Devamı)

Tarih	Hisse senedi toplam portföy değeri	Sabit Getirili Toplam portföy değeri	YÜZDE 1'ye göre alt-üst	
			portföyün toplam değeri	oran
02.05.2005	500,00	500,00	1.000,00	1,000
03.05.2005	499,72	500,00	999,72	0,999
04.05.2005	514,65	500,00	1.014,65	1,029
	507,32	507,32	1.014,65	1,000
05.05.2005	529,67	507,32	1.037,00	1,044
	518,50	518,50	1.037,00	1,000
09.05.2005	504,89	518,50	1.023,39	0,974
	511,70	511,70	1.023,39	1,000
10.05.2005	512,68	511,70	1.024,37	1,002
11.05.2005	510,43	511,70	1.022,13	0,998
12.05.2005	526,31	511,70	1.038,01	1,029
	519,00	519,00	1.038,01	1,000
13.05.2005	523,32	519,00	1.042,33	1,008
17.05.2005	525,17	519,00	1.044,18	1,012
	522,09	522,09	1.044,18	1,000
18.05.2005	529,80	522,09	1.051,89	1,015
	525,95	525,95	1.051,89	1,000
20.05.2005	542,03	525,95	1.067,98	1,031
	533,99	533,99	1.067,98	1,000
23.05.2005	540,23	533,99	1.074,22	1,012
	537,11	537,11	1.074,22	1,000
24.05.2005	541,36	537,11	1.078,47	1,008
25.05.2005	536,88	537,11	1.073,99	1,000
26.05.2005	532,17	537,11	1.069,28	0,991
27.05.2005	532,37	537,11	1.069,48	0,991
30.05.2005	542,73	537,11	1.079,84	1,010
	539,92	539,92	1.079,84	1,000
31.05.2005	546,63	539,92	1.086,55	1,012
	543,27	543,27	1.086,55	1,000
01.06.2005	535,93	543,27	1.079,21	0,986
	539,60	539,60	1.079,21	1,000
		Toplam Portföy Değeri (YTL)	1.079,21	
		Toplam Yatırım (YTL)	1.000,00	
		Fark (YTL)	79,21	
		%	7,92	

değerinin, elde nakit tutma değerine oranı artmaktadır. **Tablo 3.6'** dan görüldüğü üzere bu oran 1,029 olarak gerçekleşmiş ve dolayısıyla %1'den daha fazla dalgalanmıştır. Bu nedenle portföyde bir düzeltme yapılmalıdır. O gün içerisinde yatırımcı, portföyünün toplam değerini sabit tutmaktadır. Oran 1'e eşit olacağından, sabit tutulan bu toplam değer yarısı portföydeki hisse senedi değeri, yarısı da elde

nakit tutma değeri olacaktır. Tabloya bakıldığında bu değerlerin 507,32 YTL olduğu görülmektedir. Bu hisse senedi değeri, düzeltme yapılmadan önceki hisse senedi değerinden daha küçük olacağından, fiyat değişmediği için hisse senedi adedi azalmış olup, bu azalma, tüm hisse senetleri üzerinde tutar olarak eşit uygulanmıştır.

Tablo 3.6'da görüldüğü gibi %1 dalgalanma sonucu düzeltme kararı alındığından, oranın 1.01'i aştığı ya da 0.99'un altında kaldığı günlerde düzeltme yapılmıştır. Uygulama içerisinde, alt-üst %1 oranı geçerliken oluşturulan portföydeki düzeltmenin, on bir defa gerçekleşmiş olduğu görülmektedir.

3.5.5. Değişken Oran Stratejisi Uygulaması

Değişken oran stratejisinde belirtilen oran, portföydeki hisse senedi değerinin portföyün toplam değeri içerisindeki oranıdır. Bu stratejiye göre, yatırımcı, hisse senedi portföy değerinin toplam portföy değerine oranının, sabit oran stratejisinde uygulanan orandan farklı olarak, %2'lik bir dalgalanma göstermesi halinde hisse senedi adedini değiştirerek oranı, genellikle kabul edilmiş bir oran olan 0,50' ye eşitlemektedir.* Bu oran %2 alt-üst sınırını aşmadıkça hisse senedi adedi değişmemektedir. Aştığı takdirde hisse senedi alınıp satılarak düzeltme yapılmaktadır.

Tablo 3.7'ye göre hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimler sonucunda hisse senedi portföy değerinin, toplam portföy değerine oranında değişiklikler olmuştur. Aşağıdaki tabloya göre, 2 Mayıs 2005 tarihinden 4 Mayıs 2005 tarihine geçildiğinde toplam portföy değeri, hisse senetleri toplam portföy değerinin artmasından dolayı artmaktadır. Bu artış sonucu hisse senedi değerinin, toplam portföy değerine oranı artmaktadır. Tablodan görüldüğü üzere bu oran 0,51 olarak gerçekleşmiş ve dolayısıyla %2'den daha fazla dalgalanmıştır. Bu nedenle portföyde bir düzeltme yapılmalıdır. O gün içerisinde yatırımcı, portföyünün toplam değerini sabit tutmaktadır. Oran 0,50'ye eşit olacağından, sabit tutulan bu toplam

* Oranın farklı olmasının nedeni: 1,00 değerinin içerisindeki 1 puanlık artış, $1/100=0,01$ 'lik bir artış ifade ederken; 0,50 değerinin içerisindeki 1 puanlık artış, $1/50=0,02$ 'lik bir artış ifade etmektedir.

değerin yarısı portföydeki hisse senedi değeri, yarısı da elde nakit tutma değeri olacaktır. Tabloya bakıldığında bu değerlerin 507,32 YTL olduğu görülmektedir. Bu hisse senedi değeri, düzeltme yapılmadan önceki hisse senedi değerinden daha küçük olacağından, fiyat değişmediği için hisse senedi adedi azalmış olup, bu azalma, tüm hisse senetleri üzerinde tutar olarak eşit uygulanmıştır.

Tablo 3.7: Değişken Oran Stratejisi*

		SABİT ORAN		% 2'ye göre alt-üst												
		TOPLAM YAT.		1.000,00												
		H.Senedi Yat.		500,00												
		Hisse Başına Yat.		100,00												
		Alarko Carrier			Arçelik			Beko Elektronik			BSH Ev Aletleri			T. Demirdöküm		
Tarih	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	Değeri	
02.05.2005	8,58	11,65	100,00	6,02	16,62	100,00	2,18	45,87	100,00	18,62	5,37	100,00	5,05	19,79	100,00	
03.05.2005	8,49	11,65	98,86	6,02	16,62	100,00	2,21	45,87	101,38	18,52	5,37	99,48	5,05	19,79	100,00	
04.05.2005	8,73	11,65	101,70	6,15	16,62	102,29	2,29	45,87	105,05	18,62	5,37	100,00	5,34	19,79	105,61	
	8,73	11,48	100,24	6,15	16,38	100,83	2,29	45,23	103,58	18,62	5,29	98,54	5,34	19,52	104,14	
05.05.2005	9,02	11,48	103,60	6,43	16,38	105,34	2,39	45,23	108,10	19,11	5,29	101,11	5,71	19,52	111,52	
	9,02	11,23	101,36	6,43	16,04	103,10	2,39	44,30	105,87	19,11	5,17	98,88	5,71	19,13	109,28	
09.05.2005	8,73	11,23	98,08	6,15	16,04	98,69	2,30	44,30	101,88	18,91	5,17	97,87	5,67	19,13	108,38	
	8,73	11,39	99,44	6,15	16,26	100,05	2,30	44,89	103,24	18,91	5,25	99,23	5,67	19,37	109,74	
10.05.2005	8,73	11,39	99,44	6,25	16,26	101,54	2,30	44,89	103,24	18,82	5,25	98,72	5,67	19,37	109,74	
11.05.2005	8,73	11,39	99,44	6,25	16,26	101,54	2,25	44,89	101,00	18,82	5,25	98,72	5,67	19,37	109,74	
12.05.2005	8,93	11,39	101,66	6,38	16,26	103,78	2,37	44,89	106,39	19,79	5,25	103,83	5,71	19,37	110,65	
	8,93	11,23	100,20	6,38	16,03	102,32	2,37	44,27	104,92	19,79	5,17	102,37	5,71	19,11	109,19	
13.05.2005	9,02	11,23	101,29	6,48	16,03	103,79	2,43	44,27	107,58	19,79	5,17	102,37	5,67	19,11	108,29	
17.05.2005	9,02	11,23	101,29	6,55	16,03	104,99	2,33	44,27	103,15	20,28	5,17	104,89	5,80	19,11	110,85	
18.05.2005	9,22	11,23	103,48	6,75	16,03	108,19	2,39	44,27	105,81	20,47	5,17	105,90	5,70	19,11	108,94	
	9,22	11,08	102,15	6,75	15,83	106,86	2,39	43,71	104,48	20,47	5,11	104,57	5,70	18,88	107,60	
20.05.2005	9,27	11,08	102,69	6,85	15,83	108,44	2,37	43,71	103,60	23,01	5,11	117,52	5,80	18,88	109,49	
	9,27	10,91	101,08	6,85	15,60	106,84	2,37	43,04	101,99	23,01	5,04	115,91	5,80	18,60	107,88	
23.05.2005	8,88	10,91	96,83	6,45	15,60	100,60	2,25	43,04	96,83	27,54	5,04	138,75	5,75	18,60	106,95	
24.05.2005	8,73	10,91	95,23	6,55	15,60	102,16	2,25	43,04	96,83	28,27	5,04	142,43	5,75	18,60	106,95	
25.05.2005	8,78	10,91	95,76	6,50	15,60	101,38	2,25	43,04	96,83	27,05	5,04	136,29	5,85	18,60	108,81	

* Bu tablo, bir sonraki sayfada devam etmektedir.

Tablo 3.7: Değişken Oran Stratejisi* (Devamı)

	SABİT ORAN			% 2'ye göre alt-üst												
	TOPLAM YAT.			1.000,00												
	H.Senedi Yat.			500,00												
	Hisse Başına Yat.			100,00												
	Alarko Carrier			Arçelik			Beko Elektronik			BSH Ev Aletleri			T. Demirdöküm			
Tarih	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	değeri	Kapanış	miktar	Değeri	
26.05.2005	8,68	10,91	94,70	6,50	15,60	101,38	2,22	43,04	95,54	25,84	5,04	130,15	6,05	18,60	112,53	
27.05.2005	8,73	10,91	95,23	6,60	15,60	102,94	2,24	43,04	96,40	25,10	5,04	126,47	6,10	18,60	113,46	
30.05.2005	8,95	10,91	97,63	6,80	15,60	106,06	2,26	43,04	97,26	25,35	5,04	127,70	6,25	18,60	116,25	
	8,95	10,78	96,51	6,80	15,43	104,94	2,26	42,54	96,14	25,35	4,99	126,58	6,25	18,42	115,13	
31.05.2005	9,15	10,78	98,66	7,20	15,43	111,11	2,27	42,54	96,57	25,50	4,99	127,34	6,10	18,42	112,37	
01.06.2005	9,15	10,78	98,66	7,10	15,43	109,57	2,25	42,54	95,72	24,50	4,99	122,35	6,10	18,42	112,37	

* Bu tablo, bir sonraki sayfada devam etmektedir.

Tablo 3.7: Değişken Oran Stratejisi(Devamı)

Tarih	Hisse senedi toplam portföy değeri	Sabit Getirili Toplam portföy değeri	YÜZDE 2'ye göre alt-üst	
			portföyün toplam değeri	oran
02.05.2005	500,00	500,00	1.000,00	0,50
03.05.2005	499,72	500,00	999,72	0,50
04.05.2005	514,65	500,00	1.014,65	0,51
	507,32	507,32	1.014,65	0,50
05.05.2005	529,67	507,32	1.037,00	0,51
	518,50	518,50	1.037,00	0,50
09.05.2005	504,89	518,50	1.023,39	0,49
	511,70	511,70	1.023,39	0,50
10.05.2005	512,68	511,70	1.024,37	0,50
11.05.2005	510,43	511,70	1.022,13	0,50
12.05.2005	526,31	511,70	1.038,01	0,51
	519,00	519,00	1.038,01	0,50
13.05.2005	523,32	519,00	1.042,33	0,50
17.05.2005	525,17	519,00	1.044,18	0,50
18.05.2005	532,32	519,00	1.051,33	0,51
	525,66	525,66	1.051,33	0,50
20.05.2005	541,75	525,66	1.067,41	0,51
	533,71	533,71	1.067,41	0,50
23.05.2005	539,95	533,71	1.073,66	0,50
24.05.2005	543,60	533,71	1.077,31	0,50
25.05.2005	539,08	533,71	1.072,78	0,50
26.05.2005	534,30	533,71	1.068,01	0,50
27.05.2005	534,50	533,71	1.068,21	0,50
30.05.2005	544,89	533,71	1.078,60	0,51
	539,30	539,30	1.078,60	0,50
31.05.2005	546,05	539,30	1.085,35	0,50
01.06.2005	538,66	539,30	1.077,96	0,50
		Toplam Portföy Değeri (YTL)	1.077,96	
		Toplam Yatırım (YTL)	1.000,00	
		Fark (YTL)	77,96	
		%	7,80	

Elde nakit tutma düzeyi vade sonuna kadar aynı kalmayıp artmıştır. Portföydeki hisse senetleri toplam değeri de fiyat yükselişinden dolayı artmıştır. Sabit oran stratejisinde 01 Haziran 2005'te toplam portföy değeri 1.079,21 YTL iken, değişken oran stratejisinin uygulandığı aynı portföyde toplam değer 1.077,96 YTL olmuştur. Bu sonuçlar da değişken oran stratejisi uygulandığında toplam portföy değerinin, sabit oran stratejisine göre, dönem sonunda daha az arttığını göstermektedir.

İki stratejiyi karşılaştırırken dönem sonu hisse senedi sayılarının da göz ardı edilmemesi gerekirken, uygulama içerisinde iki strateji arasında, dönem sonu itibariyle, hisse senetleri sayılarında önemli bir fark olmadığı görülmüştür.

Tablo 3.7'de görüldüğü üzere %2 dalgalanma sonucu düzeltme kararı alındığından, oranın 0.51'i aştığı ya da 0.49'un altında kaldığı günlerde düzeltme yapılmıştır. Uygulama içerisinde, alt-üst %2 oranı geçerliyen oluşturulan portföydeki düzeltmenin, yedi defa gerçekleşmiş olduğu görülmektedir.

3.5.6. Endeks İçerikli Fon Stratejisi Uygulaması

Portföye hisse senedi olarak dahil edilen bu beş hisse senedi yerine, toplam yatırım tutarı olarak belirlenen 1.000 YTL' yi İMKB U-100 içerisinde yer alan hisse senetlerine, İMKB U-100'deki ağırlıkları korunarak, yatırım yapıldığında ise toplam portföy değeri, başlangıçtaki yatırım tutarının % 4,03 daha üstünde gerçekleşecektir.

Tablo 3.8: Endeks Fon Stratejisi-I (İMKB-100 Bazlı)

2 Mayıs 05	24.252,96
1 Haziran 05	25.230,81
Aylık Değişim (%)	4,03
Toplam Yatırım (YTL)	1.000,00
Portföy Değeri (YTL)	1.040,32
Değişim (YTL)	40,32
Aylık Değişim (%)	4,03

Bu oran, **Tablo 3.8'** deki İMKB U-100 1 Haziran günü kapanış değerinin İMKB U-100 2 Mayıs günü kapanış değerine bölünerek elde edilmektedir. Bu stratejinin uygulanması sonucunda toplam portföy değeri 1.040,32 YTL olup, portföy getiri ise 40,32 YTL olarak gerçekleşmektedir.

Portföye hisse senedi olarak dahil edilen bu beş hisse senedi yerine, toplam yatırım tutarı olarak belirlenen 1.000 YTL' yi metal eşya ve makine gereç yapım

sektörü içerisinde yer alan hisse senetlerine, metal eşya sektörü içerisindeki ağırlıkları korunarak, yatırım yapıldığında ise toplam portföy değeri, başlangıçtaki yatırım tutarının % 2,97 daha üstünde gerçekleşecektir.

Tablo 3.9: Endeks Fon Stratejisi-II (Sektör Bazlı)

2 Mayıs 05	22.956,07
1 Haziran 05	23.638,71
Aylık Değişim (%)	2,97
Toplam Yatırım (YTL)	1.000,00
Portföy Değeri (YTL)	1.029,74
Değişim (YTL)	29,74
%	2,97

Bu oran, **Tablo 3.9'**daki metal eşya ve makine gereç yapım sektörü 1 Haziran günü kapanış değerinin metal eşya ve makine gereç yapım sektörü 2 Mayıs günü kapanış değerine bölünerek elde edilmektedir. Bu stratejinin uygulanması sonucunda toplam portföy değeri 1.029,74 YTL olup, portföy getirisi ise 29,74 YTL olarak gerçekleşmektedir.

3.5.7. Pratik Yaklaşım Stratejilerinin Karşılaştırılması

3.5.7.1. Stratejilerin Karşılaştırılması- Mayıs 2005

Pratik yaklaşım stratejileri, ayrı ayrı tablolar halinde açıklandıktan sonra, uygulamalarda elde edilen sonuçların toplu bir şekilde gösterilmesi, stratejiler arasında değerlendirmelerin daha rahat görülmesini sağlayacaktır. **Tablo 3.10'**dan da görüleceği üzere, bütün stratejiler için, yatırımcı 1.000 YTL ile yatırımına başlayacaktır. Satın al ve elde tut stratejisine göre, hisse senedi adedi, dönem sonuna kadar değişmeden, sürekli aynı miktarda kalınması esasına dayandığından, hisse senetleri fiyatının artmasından dolayı, dönem sonunda, portföyün toplam değeri doğal olarak artmıştır. Başlangıçta 1.000 YTL olan toplam yatırımın değeri, dönem sonu itibariyle 1.160,26 YTL' ye yükselmiştir. Hisse senedi adedinde bir değişme olmamıştır. Tabloda, dönem içerisinde, ele alınan portföye uygulanan en iyi stratejilerin sırasıyla yer aldığı "sıralama" başlıklı sütundan da anlaşıldığı gibi, satın al ve elde tut stratejisi %16,03'lük getiri ile en iyi strateji olmuştur.

Tablo 3.10: Stratejilerin Karşılaştırılması- Mayıs 2005

	Toplam Yatırım (YTL)	Toplam Portföy Değeri (YTL)	Değişim	%	Sıralama
Satın Al Elde Tut	1.000	1.160,26	160,26	16,03	1
Maliyet Ortalama	1.000	1.064,37	64,37	6,44	5
Sabit Değer	1.000	1.077,83	77,83	7,78	4
Sabit Oran	1.000	1.079,21	79,21	7,92	2
Değişken Oran	1.000	1.077,96	77,96	7,80	3
Endeks Fon Stratejisi (IMKB-100 Bazlı)	1.000	1.040,32	40,32	4,03	6
Endeks Fon Stratejisi (Sektör Bazlı)	1.000	1.029,74	29,74	2,97	7

Sabit oran stratejisinde 1 Haziran 2005'te toplam portföy değeri 1.079,21 YTL iken, değişken oran stratejisinin uygulandığı aynı portföyde toplam değer 1.077,96 YTL olmuştur. Bu sonuçlar, sabit oran stratejisi uygulandığında portföyün değerinin, dönem sonunda, değişken oran stratejisine göre, ele alınan dönem içerisinde, daha fazla arttığını göstermektedir. Tabloya göre, sıralama içerisinde sabit oran stratejisi %7,92'lik getiri ile en iyi ikinci strateji olurken, onu, %7,80'lik getiri ile değişken oran stratejisi takip etmiştir.

Hisse senedi değerinin sabit tutulması esasına dayanan sabit değer stratejisinde ise, yatırımcının dönem sonu toplam portföy değeri 1.077,83 YTL iken, sıralama içerisinde %7,78'lik getiri ile dördüncü sırada yer almıştır. Hisse senedi fiyatlarındaki artış, sabit olan hisse senedi değerinden dolayı, dönem sonunda portföy içerisindeki hisse senedi adetinin azalması ile sonuçlanmaktadır.

Maliyeti ortalama stratejisinde ise, uzun bir dönem boyu sabit miktarda para yatırma esasını yer aldığından, toplam hisse senetleri değeri başlangıç olarak 1.000 YTL olmayacaktır. Ele alınan portföyde dönem başı ve dönem sonu ele alındığında fiyatların genel olarak yükseldiği gözlenmiştir. Bu nedenle maliyeti ortalama stratejisinin uygulandığı portföyde, artan fiyatlar nedeniyle günden güne daha az hisse senedi elde edilmiştir. Aynı tutarda para yatırma esasını nedeniyle dönem başında yatırılan miktar 52,63 YTL' dir. Başlangıç günündeki hisse senedi adedinin düşük olmasının nedeni budur. Maliyeti ortalama stratejisi ile küçük miktarlar ödeyerek,

uzun vadede büyük tutarda bir portföye sahip olunabilir. Başlangıçta az bir tutar ödeyerek, az sayıda hisse senedine sahip olan yatırımcı, uyguladığı stratejiyi bozmadan uzun dönem devam ettirirse büyük bir portföye sahip olacaktır. Strateji, ele alınan dönem içerisinde ise %'6,44 ile beşinci sırada yer almıştır.

Son olarak başlangıç yatırım tutarıyla endeks fon stratejisi uyguladığında, metal eşya ve makine gereç yapım sektörü bazlı olarak oluşturulan portföy değeri, başlangıç yatırım tutarının % 2,97 üstünde bir getiri sağladığı görülmüştür. Bulunan bu değer, o dönemdeki, İMKB U-100'de gerçekleşen değişim oranı olan % 4,03 ile karşılaştırıldığında, sektör bazlı oluşturulan portföyün İMKB U-100 endeksine göre daha az bir getiri sağladığı görülmektedir. Ancak sektörün, piyasa ile paralel yönde hareket ettiğini söylemek mümkündür. Başka bir deyişle, ele alınan sektör, o dönemde, İMKB U-100 'de gerçekleşen artışı sağlayan sektörlerden biri olduğu söylenebilir.

3.5.7.2. Stratejilerin Karşılaştırılması- 2005 Bütün Aylar

2005 yılı içerisinde Mayıs ayına yönelik olarak yapılan pratik yaklaşım örneği hakkında değerlendirmeler yapıldıktan sonra, aynı yılın diğer aylarında da ne gibi gelişmeler olduğunu kısaca ortaya koymakta yarar vardır. **Tablo 3.11**, örnek içerisinde yer alan varsayımlar ve de ekte yer alan hisse senetleri düzeltilmiş kapanış fiyatları ile endekslerin kapanış değerlerine dayanarak oluşturulmuştur. Bu tablo içerisinde yer alan değerler, incelenen pratik yaklaşım stratejilerinin uygulanmasıyla, aylar itibariyle, toplam yatırım tutarında meydana gelen yüzdelik değişimleri ifade etmektedir.

Aşağıdaki tablodan görüldüğü üzere Sırasıyla Ocak, Mayıs, Haziran, Temmuz, Kasım ve Aralık aylarında tüm stratejilerde yüzdesel olarak getiri sağlanırken Şubat, Mart ve Nisan aylarında ise ele alınan tüm stratejilerde, portföyde kayıp meydana gelmiştir. Ağustos, Eylül ve Ekim aylarında ise ele alınan stratejiler, birbirlerinden farklı yönlerde sonuçlar göstermişlerdir. Ağustos ayında, İMKB-100 endeksi ile maliyet ortalama stratejilerinde farklı sonuçlar alınmış iken, Eylül ve

Ekim aylarında ise sadece metal eşya ve makine gereç yapım sektörü bazlı endeks stratejisinde farklı sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 3.11: Stratejilerin Karşılaştırılması (%) - 2005 Yılı

	Satın Al Elde Tut	Maliyet Ortalama	Sabit Değer	Sabit Oran	Değişken Oran	Endeks (İMKB-100 Bazlı)	Endeks (Sektör Bazlı)	Aylık Toplam
Ocak	11,47	6,66	5,32	5,63	5,09	9,45	9,50	53,12
Şubat	-3,82	-0,74	-1,74	-1,87	-1,88	-0,29	-4,96	-15,30
Mart	-11,01	-6,64	-5,52	-5,53	-5,53	-7,30	-6,58	-48,11
Nisan	-12,27	-3,49	-6,20	-6,16	-6,19	-5,78	-13,27	-53,36
Mayıs	16,03	6,44	7,78	7,92	7,80	4,03	2,97	52,97
Haziran	5,85	3,25	2,93	3,13	2,91	9,46	9,59	37,12
Temmuz	12,22	6,23	5,74	5,96	5,97	7,82	7,17	51,11
Ağustos	-1,73	1,97	-0,70	-0,81	-0,81	7,29	-1,44	3,77
Eylül	1,75	0,97	0,86	0,74	0,90	7,36	-0,50	12,08
Ekim	-2,38	-1,29	-1,00	-0,96	-1,13	-4,40	1,30	-9,86
Kasım	13,81	6,31	6,65	6,74	6,73	16,79	13,17	70,20
Aralık	5,91	3,53	2,99	2,95	2,93	3,90	4,87	27,08
12 Ayın Toplamı	35,83	23,19	17,12	17,74	16,78	48,33	21,84	
Sıralama	2	3	6	5	7	1	4	

Tabloya göre; satın al ve elde tut stratejisi, İMKB U-100 ve sektör endekslerinin artış kaydettiği dönemlerde, diğer stratejilere göre, yüzdesel olarak yatırımcıya en fazla getiriye sağlamaktadır. Bunun yanında İMKB U-100 ve sektör endekslerinin düşüş gösterdiği dönemlerde ise satın al ve elde tut stratejisi, diğer stratejilere göre yatırımcı açısından, yüzdesel olarak en fazla kayba neden olmaktadır. En yüksek yüzdesel getirisini, örnek olarak ele alınan Mayıs ayında %16,03 ile sağlayan satın al ve elde tut stratejisi, Nisan ayındaki %-12,27'lik kayıpla da en yüksek kayba neden olduğu ay olarak ortaya çıkmıştır

Maliyet ortalama stratejisi ise en yüksek getirisini satın al ve elde tut stratejisinden farklı olarak Ocak ayında % 6,66 ile gerçekleştirirken, bu stratejinin uygulanmasıyla gerçekleşen en yüksek kayıp ise yine satın al ve elde tut stratejisinden farklı olarak Mart ayında % -6,64 olarak gerçekleşmiştir.

Sabit değer, sabit oran ve değişken oran stratejileri, en yüksek getirilerini Mayıs ayında gerçekleştirirken; bu üç stratejinin en düşük getiri ise, Nisan ayında gerçekleşmiştir.

İMKB-100 endeks ve sektör endeksleri açısından ise, en yüksek getiri Kasım ayında oluşurken; en düşük getiriler ise İMKB-100 endeksi açısından Mart ayında gerçekleşirken, sektör endeksi açısından ise Nisan ayında gerçekleşmiştir

Yukarıdaki tabloda ayrıca “12 Ayın Toplamı” adı altında bir satır yer almaktadır. Bu satır, her ay, aynı başlangıç yatırım tutarı ile yeniden yatırım yapılması esasıyla oluşturulan ve ele alınan pratik yaklaşım stratejilerinin her ay elde ettikleri kazanç ve kayıpların dikey toplamı olarak elde edilmiştir. 03 Ocak 2005-02 Ocak 2006 arasında İMKB U-100 endeksinde % 56,38’lik bir artış yaşanmıştır. Yukarıdaki tablonun son satırında ise İMKB U-100 endeksinde %48,33’lük bir artış meydana geldiği görülmektedir. Aradaki farkın nedeni ise, farklı zamanların kullanılmasıyla, yüzdeler oranların hesaplanmasında kullanılan-pay ve paydada yer alan- değerlerin farklı olmasından dolayıdır. *

Ele alınan hisse senetleri fiyatlarının, uygulama dönemi içerisinde yükselme eğiliminde olmasından dolayı yukarıdaki tabloda, aylık toplamlar itibariyle en yüksek kazancı sağlayan strateji, İMKB-100 endeksinden sonra, %35,83 ile satın al ve elde tut stratejisi olmuştur. Bu stratejiyi ise sırasıyla, %23,19 ile maliyet ortalama ve %21,84 ile de metal eşya ve makine gereç yapım sektörü bazlı endeks içerikli fon stratejileri izlemiştir. Sabit oran stratejisi ise ele alınan dönemde %17,74’lük getirisiyle, İMKB U-100 endeksine göre oldukça düşük bir getiri sağlamıştır.

En düşük getiri ise %16,78 ile değişken oran stratejisiyle gerçekleştirilmiştir. Sabit değer stratejisi ise, %17,12 ile en düşük ikinci getiriyi sağlayan pratik yaklaşım olmuştur.

* Örneğin; 90 olan bir değişkenin değeri 100’e çıkıp tekrar 90’a inmesiyle başlangıca göre yüzdeler değişimi %0 olarak hesaplanırken, dönemler arasındaki yüzdeler değişimlerin toplanmasına göre ise bu değişim, %11,11- %10=%-1,11 diye hesaplanacaktır.

Tabloda ayrıca “Aylık Toplam” adıyla yer alan en sağdaki sütun ise, satırların toplamını ifade ederken, uygulanan stratejilerin o ay içerisindeki yüzdelik getirilerinin toplamıyla oluşturulmuştur. Buna göre, yapılan uygulamada en yüksek getiri %70,20 ile Kasım ayında gerçekleşirken, en yüksek kayıp ise % -53,36 ile Kasım ayında gerçekleşmiştir.

Aşağıda yer alan **Tablo 3.12** ise, yukarıda yer alan tablodan yola çıkarak, her ay içerisindeki stratejilere, en yüksek getiriyi sağlamaları bakımından birden yediye kadar puan verilmesi esasına göre oluşturulmuştur. En yüksek getiriyi sağlayan yaklaşıma bir puan verilirken, en düşük getiriyi sağlayan yaklaşıma da yedi puan verilmiştir. Tabloya göre İMKB-100 bazlı endeks yaklaşımı, sırasıyla Şubat,Ağustos, Eylül ve Kasım aylarında en yüksek getirileri sağlamış olup 35 puanla da, yukarıdaki tabloda olduğu gibi, en iyi yaklaşım olmuştur.

Tablo 3.12: Stratejilerin Karşılaştırılması (%’ye göre puanlı) - 2005 Yılı

	Satın Al Elde Tut	Maliyet Ortalama	Sabit Değer	Sabit Oran	Değişken Oran	Endeks (İMKB U-100 Bazlı)	Endeks (Sektör Bazlı)
Ocak	1	4	6	5	7	3	2
Şubat	6	2	3	4	5	1	7
Mart	7	5	1	3	2	6	4
Nisan	6	1	5	3	4	2	7
Mayıs	1	5	4	2	3	6	7
Haziran	3	4	6	5	7	2	1
Temmuz	1	4	7	6	5	2	3
Ağustos	7	2	3	5	4	1	6
Eylül	2	3	5	6	4	1	7
Ekim	6	5	3	2	4	7	1
Kasım	2	7	6	4	5	1	3
Aralık	1	4	5	6	7	3	2
12 Ayın Toplamı	43	46	54	51	57	35	50
Sıralama	2	3	6	5	7	1	4

Satın al ve elde tut yaklaşımı ise, genel anlamda ilk iki veya son ikide yer aldığı görülmektedir. Sırasıyla Ocak, Mayıs, Haziran ve Aralık aylarında en yüksek getirileri sağlayıp, toplamda en düşük ikinci puanı alıp, yukarıdaki tabloda olduğu gibi en iyi getiri sağlayan ikinci yaklaşım olmuştur.

Diğer yaklaşımlar arasında maliyet ortalama yaklaşımı Nisan ve sabit değer yaklaşımı ise Mart aylarında en yüksek getiriye sağlamışlardır. Sektör bazlı endeks içerikli yaklaşım ise Haziran ve Ekim aylarında en yüksek getiriye sağlamış olup en düşük puanı almışlardır.

SONUÇ

Tasarrufların sermaye piyasalarına yönlendirilmesi, ülke ekonomisi açısından vazgeçilmez bir unsurdur. Ancak bu piyasalarda kullanılan yatırım araçlarının gün geçtikçe artması, teknolojideki gelişmeler, yapılacak yatırımlardaki zamanlama ve buna benzer nedenlerden dolayı yapılan yatırımlar için gerekli olan yeterli tecrübe ve bilgi birikimine ihtiyaç artmaktadır. Bu konu, özellikle de piyasa hakkında yeterli bilgi birikimine ve tecrübeye sahip olmayan küçük yatırımcılar için büyük riskler oluşturmaktadır. Bu nedenle riskin azaltılması adına, bir yerine birkaç yatırım aracından oluşan portföy ve bu portföyleri yönetmek için de bazı yaklaşımlar ön plana çıkmaktadır.

Portföy yönetimi için uygulanan yaklaşımlar, fiyatlardaki değişimler, sektörel durumlar gibi bir çok nedenden ötürü farklı sonuçlar vermektedir. Ele alınan pratik yaklaşımların hisse senedi portföylerine uygulanabilmesi için yatırımcının, genelde finansal piyasalar ve sermaye piyasaları hakkında; özelde ise hisse senetleri piyasası, bireysel ve kurumsal yatırımcıların piyasadaki hareketleri, alternatif yatırım araçlarının durumu, portföye dahil edilecek hisse senetlerine yönelik sistematik ve sistematik olmayan muhtemel riskler ile bunlardan da önemlisi, yatırımcının, kendisini hangi yatırımcı tipine dahil ettiği hakkında bilgi sahibi olması gerekir. Bunlar belirlendikten sonra seçilecek pratik yaklaşımla, hangi senetlerden, ne miktarda, ne zaman ve hangi risk düzeyinden satın alınacağına karar verilir ve böylece uygulama aşamasına geçilir. Yaklaşımlarda genel olarak zamanlama çok önemlidir. Yüksek fiyatlı bir dönem, yaklaşımın başlangıç dönemi olarak seçilmemelidir.

Ele alınan çalışmada pratik yaklaşımların, hisse senedi portföyleri üzerine uygulanması basit bir örnek ile gösterilmiştir. Çalışmada yer alan bu örnek, özellikle de bireysel yatırımcılara yaklaşımların uygulanması hakkında genel bir fikir vermeye yöneliktir.

Çalışmada yer alan uygulamada zaman aralığı 2005 yılı olarak alınmış olup bu dönem, aylık periyotlara bölünerek incelenmiştir. Bu aylık periyotlar içerisinde uygulama örneği olarak Mayıs ayını kapsayan dönem ele alınmıştır. Metal eşya ve makine gereç yapım sektöründe yer alan yirmi dört şirketten, ele alınan dönem içerisinde hisse senedi getirileri pazar portföyünün getirisi ile aynı yönde hareket eden beşinin seçilmesi ile oluşturulan portföyde, ele alınan hisse senedi düzeltilmiş kapanış fiyatları, genel olarak Mayıs ayı sonunda yükselme eğilimindedir. Bunun nedeni olarak da -diğer sebepler sabit kalmak koşuluyla (ceteris paribus)- ilkbahar ve yaz aylarında havaların ısınmasıyla artan evlilik oranlarına bağlı, insanların beyaz eşya ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak taleplerinde meydana gelen artışlardır. Bunun sonucunda da sektörde zincirleme olarak istihdam-üretim-satış-ciro-kar-defter değeri-piyasa değeri artışları gerçekleşmektedir. Ayrıca havaların ısınmasıyla da bu dönemde, yaz aylarında fiyatlarının çok yükseleceği düşüncesiyle klima taleplerinde de bir yükselme oluşmakta ve az önceki zincirleme reaksiyon devreye girmesiyle de bu alanda faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarında bir artışa neden olmaktadır. Ele alınan sektör itibariyle portföydeki şirketler, bu dönemde, İMKB U-100'ün artmasını sağlayan sektörlerden olmaktadır. Portföyün dönem içerisindeki değerinin artmasını sağlayan şirketler sırasıyla Bsh ev aletleri, T.Demirdöküm, Arçelik, Alarko Carrier ve son olarak da Beko Elektronik gelmektedir. Bu sıralama ise, şirketlerin dönem başı ve sonu itibariyle, fiyatlarındaki yüzdesel artış üzerinden hesaplanmıştır.

Çalışmada ayrıca aylık dönemler itibariyle hazırlanmış bir yıllık bir tabloya ve bu tablo ile ilgili yorumlara da geniş anlamda yer verilmiştir. Oluşturulan portföye uygulanan yaklaşımlar içerisinde, piyasanın yükseliş dönemlerinde, en iyi yaklaşımın satın al ve elde tut yaklaşımı olmasıyla birlikte; piyasanın düşüş dönemlerinde, uygulanabilecek en kötü yaklaşımın yine satın al ve elde tut yaklaşımı olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç, portföye dahil edilen hisse senetlerinin genel olarak piyasa ile aynı yönde hareket etmesinden dolayı, uygulamanın başlangıcındaki öngörü ile anlamlı sonuç vermiştir. Özellikle bu yaklaşıma göre hisse senedi portföyü oluşturacak yatırımcılar açısından getirinin sağlanması için ya piyasanın yükseliş döneminde, piyasa ile aynı yönde hareket eden hisse senetleri seçilecek; ya

da piyasanın düşüş dönemlerinde, piyasa ile ters yönde hareket eden hisse senetlerinin seçilmesi gerekecektir.

Portföy yönetiminde uygulanan her yaklaşım, farklı sonuç vermektedir. Buna göre pratik yaklaşımlar, hisse senedi piyasasındaki dalgalanmalar ve portföye dahil edilen hisse senetlerinin bu dalgalanmalara karşı gösterecekleri tepkilere göre, ele alınan dönem veya dönemler içerisinde uygulanıp, özellikle de bireysel yatırımcılar açısından İMKB’de getiri sağlamaya yönelik olarak kullanılabilirler. Özellikle bireysel yatırımcıların, riskini minimize etmek, karını yükseltmek ve daha da önemlisi sermaye kaybından kendisi koruma altına almak için borsanın hangi dönemde olduğunu öngörüp, ekonomi, sektör, şirket analizleri dahilinde, uygulayacakları yaklaşımı buna göre seçmelerinde de yarar vardır. Aksi halde yatırımcı, nereye gideceğini bilmeyen, rüzgarın fayda etmediği yelkene benzeyecek ve baştan kaybetmeye mahkum olacaktır.

KAYNAKLAR

AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**. Yenilenmiş 7. Baskı. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, Mart 1998.

AKGÜÇ, Öztin. **Mali Tablolar Analizi**. İstanbul: Muh. Ens. Yayın No: 64, 1995.

AKMAN, Cüneyt. **Bireysel Yatırımcının Rehberi**. 1. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları, 2001.

AKMUT, Özdemir. **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**. Ankara: 1989.

AKSOY, A.. **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**. İkinci Baskı. Ankara: 1988.

ALPAN, Fulya, Gürman TEVFİK ve Arman T. TEVFİK. **Excel İle Finans**. 3. Basım. İstanbul: Literatür Yayınları, Mart 2001.

ALTAN, Mikail ve diğerleri. **Uygulamalı Finans- Örnek Problemler ve Çözümleri**. 1. Baskı. Konya: Atlas Kitabevi, Nisan 2004.

AMLING, Frederick. **Investments: An Introduction To Analysis and Management**. Sixth Edition. New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1988.

AŞIKOĞLU, Rıza. **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme**. Eskişehir: Anadolu Üniv. Yayınları, No:35, 1983.

AYTAÇ, Zühtü. **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Ticaret ve Araştırma Enstitüsü Yayını, 1988.

BAŞOĞLU, Ufuk, Ali CEYLAN ve İlker PARASIZ. **Finans- Teori, Kurum ve Uygulama**. Bursa: Ekin Kitabevi, 2001.

BIDIE, Zvi, Alex KANE & Alan J. MARCUS. **Investments**. Boston: Richard D. Irwin Inc., 1993.

BOĞAZLI, Ertan. “Daldan Dala Borsamız”, **Panorama Dergisi**. Yıl:3, Sayı:38, Kasım 1990.

BOLAK, Mehmet. **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**. 4. Baskı. İstanbul: Beta Basım Dağıtım, Mart 2000.

BOZER, Ali. **Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi**. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 1989.

BOZKURT, Ünal. “Portföy Kurmanın Püf Noktaları”, **Para Dergisi**. Yıl:2, Sayı:6, Mart 1991.

BOZKURT, Ünal. **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**. Bursa: İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 1995.

BÜKER, S.. **Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri**. Eskişehir: İ.T.İ.A. Yayın No:156/98, 1976.

CEYLAN, Ali ve Turhan KORKMAZ. **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**. 3. Baskı. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1998.

CEYLAN, Ali ve Turhan KORKMAZ. **Sermaye Piyasası Analizi ve Menkul Değer Analizi**. Bursa: Ekin Kitabevi, 2001.

CEYLAN, Ali. **İşletmelerde Finansal Yönetim**. Bursa: Uludağ Üniv. Basımevi, 1991.

CEYLAN, Ali. "Pay Senedi Değerlemesi", **Uludağ Üniv. İİBF Dergisi**. Cilt:IV, Sayı:1, Bursa, Nisan 1983.

CHRISTY, A. George & C. John CLENDENIN. **Introduction To Investments**. Sixth Edition. New York: Mcgraw-Hill Book Company, 1974.

ÇAĞLAR, Tülin. "Portföy Yönetimi", **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi**. Yıl:3, Sayı: 7, Şubat 1977-1.

DAĞLI, Hüseyin. **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**. Trabzon: Eser Ofset, 2000.

DONNELLY, A.S.. **The Three R's of Investing**. Illinois: Dow Jones Irwin, 1985.

EKENEL, Hüseyin. "Müteşebbislerin Yatırım Portföylerinin Yönetimi Maliyet- Kar Analizi", (Yayınlanmamış YL Tezi, DEÜSBE İktisat Anabilim Dalı, 2003).

ERDOĞAN, Oral & Levent ÖZER. **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**. İstanbul: İMKB Yayınları, 1998.

EROL, Ahmet ve A.Ercan YILDIRIM. **Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi**. Ankara: Yaklaşım Yayıncılık, Şubat 2001.

ERTUNA, İbrahim Özer. **Yatırım ve Portföy Analizi**. İstanbul: 1991.

FRANCIS, J. Clark. **Investments Analysis and Management**. 5. Edition. New York: McGraw-Hill Book Company, 1991.

FRANCIS, J. Clark. **Managements of Investments**. 3. Edition. New York: McGraw-Hill Book Company, 1993.

GÖKBEL, Serpil Altınırmak. **Süre Temelli Portföyler ve İMKB'nda Uygulanabilirliği**. Ankara: SPK Yayınları, Yayın No: 143, Ekim 2003.

GÖNENLİ, Atilla. **İşletmelerde Finansal Yönetim**. 6. Bası. İstanbul: 1988.

GÖZÜTOK, Mesut. “Finansal Yatırım Şirketlerinde Portföy Yönetimi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, DEÜSBE İşletme Anabilim Dalı, 1994).

GÜNAL, Vural. **Sermaye Piyasası Hukuku**. İkinci Baskı. Ankara: SPK Yayını, No:5, 1987.

GÜNEY,Alparslan. **Borsada Sistemik Alım Satım için Rehber**. Birinci Basım. İstanbul: Scala Yayıncılık, Mayıs 2003.

İMKB. **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**. 13. Basım. İstanbul: Mayıs 1998.

İNAM, Mehmet. **Türkiye’de Menkul Kıymet Piyasası ve Yatırım Alternatiflerinin Genel Analizi**. Ankara: 1987.

İNSELBAĞ, Işık. **Portföy Yönetimi**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1989.

KANALICI, Hülya. **Hisse Senetlerinin Fiyatlarına Tesir Eden Faktörler**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:77, 1997.

KARAN, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**. 1.Baskı. Ankara: Gazi Kitabevi, 2001.

KARAŞİN, Gültekin. **Sermaye Piyasası Analizleri**. Ankara: SPK Yayın No:4, 1986.

KARSLI, Muharrem. **Menkul Kıymetler Kılavuzu**. İstanbul: Türkiye İş Bankası Yayınları, 1978.

KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**. Genişletilmiş 5. Baskı. Bursa: Alfa Yayınları, Ocak 2004.

KEYDER, Nur. **Para-Teori, Politika, Uygulama**. Geliştirilmiş 6. Baskı. Ankara: Beta Dağıtım, 1998.

KILIÇ, Saim. **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirilmesi**. Ankara: İMKB Yayınları, 2002.

KORUYAN, Adil. **Sermaye Piyasası-Taraflar, Kurumlar**. İşlemler, 2001.

MEMBERS, Erwin Eser. **Dictionary Of Economics and Business**. New Jersey: Littlefields, Adams Co., 1976.

MEYER, Paul A.. **Money, Financial Institutions and The Economy**. Illinois: Irwin Mc Graw-Hill, 1986.

MISHKIN, Frederic S.. **Money, Banking and Financial Markets**. New York: Harper Colins Publisher, 1992.

ÖZDEMİR, Muharrem. **Finansal Yönetim**. Ankara: Gazi Kitabevi, 1997.

ÖZEROL, Hakan. **Bireysel Yatırımcılar El Kitabı**. 1. Basım. Ankara: Academyplus Yayınevi, Nisan 2003.

ÖZEROL, Hakan. **Finansçı Olmayanlar İçin Finans**. 3. Baskı. Ankara: Academyplus Yayınevi, 2002.

PARASIZ, İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar**. 7. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi, Ocak 2000.

RODOPLU, Gültekin. “Portföy Oluşturulmasında Ekonomik, Sektör ve İşletme Analizleri”, **Marmara Üniversitesi Muhasebe Araştırma Ve Uygulama Merkezi Muhasebe Dergisi**. Yıl:1, Sayı: 1, Haziran 1986.

RODOPLU, Gültekin. **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**. Birinci Basım. İstanbul: Marmara Üniv. Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, 1993.

SARIKAMIŞ, Cevat. **Sermaye Pazarları**. İstanbul: Alfa Yayınevi, 1995.

SEYİDOĞLU, Halil. **Uluslararası Finans**. İstanbul: Güzem Can Yayınları No:19, 2003.

SOYDAN, Halit. **Bankacılık ve Mali Kurumlar**. 2001-2002.

TANÖR, Reha. **Türk Sermaye Piyasası 1. Cilt Taraflar**. İstanbul: Beta Basın Yayın Dağıtım A.Ş., 1999.

TEKOK, Osman. **Finansal Yönetim**. Ankara: San Matbaası, 1979.

TEZİŞ, Füsun. “Hisse Senetlerinde Risk Türlerinin Ölçülmesi”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**. Yıl:9, Sayı:99, Mayıs 1987.

TSPAKB. **Türkiye Sermaye Piyasası 2005: Sermaye Piyasasında Gelişmeler-Yatırımcı Analizi-Aracı Kuruluşlar**. Birinci Baskı. İstanbul: TSPAKB Yayın No:29, Mayıs 2006.

TÜKENMEZ, Nevser Mine. “Portföy Riski ve Portföy Riskinin Yönetim Araçlarından Biri Olarak Uluslararası Çeşitlendirme”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, DEÜSBE İşletme Anabilim Dalı, 1999).

TÜRKO, R. Metin. **Finansal Yönetim**. 1. Baskı. İstanbul: Alfa Bası Yayın Dağıtım, Mart 1999.

ULUDAĞ, İlhan ve Erişah ARICAN. **Finansal Hizmetler Ekonomisi**. İstanbul: Beta Basım, 1999.

USTA, Öcal. **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**. İzmir: Anadolu Matbaası, Mart 1999.

UZUNOĞLU, Sadi. **Para ve Döviz Piyasaları**. İstanbul: ECU Eğitim ve Danışmanlık Hizmetleri, 2000.

ÜNAL, Hulusi. “Hedging (Riskten Korunma) Amaçlı Portföy Stratejilerinde Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Kullanımı ve Türkiye Uygulaması”, (Yayınlanmamış YL Tezi, DEÜSBE Muhasebe-Finans Programı, 2001).

ÜSTÜNEL, İbrahim Engin. **Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması**. İstanbul: İMKB Yayınları, 2000.

YERLİKAYA, Özgür İlke. “Portföy Analizi,Portföy Yönetimi ve İMKB’de bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, DEÜSBE İşletme Anabilim Dalı, 2001).

Tebliğler

Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği. Seri:III, No:12, 2. Bölüm.

Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği. Seri: III, No:13, 2. Bölüm.

Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ. Seri:III, No:27, 2. Bölüm.

Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği. Seri:I, No:30, 2.Bölüm.

Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği. Seri:II, No:13, 2. Bölüm.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği. Seri:III, No:14, 2. Bölüm.

Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği. Seri: III, No:20, 2. Bölüm.

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği. Seri: VII, No:10, 4. Bölüm.

Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği. Seri VI, No:4, 4. Bölüm.

İnternet Adresleri:

<http://analiz.ibsyazilim.com/genel/sirket01inp.html> (Erişim tarihi: 23.05.2006)

<http://analiz.ibsyazilim.com/isapi/at01/fiyat01inp.asp> (Erişim tarihi: 10.05.2006)

http://www.imkb.gov.tr/sirket/ilk_islem.zip (Erişim tarihi: 25.05.2006)

<http://www.imkb.gov.tr/sirket/sirketadres.zip> (Erişim tarihi: 25.05.2006)

<http://www.kyd.org.tr/T/yatirimci.aspx> (Erişim tarihi: 21.03.2006)

<http://www.spk.gov.tr> (Erişim Tarihi: 20.05.2006)

http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/mkyf/mkyf_tanitimrehberi.htm (Erişim tarihi: 10.04.2006)

http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (Erişim tarihi: 12.04.2006)

http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/mkyo/mkyo_tanitimrehberi.htm (Erişim tarihi: 10.04.2006)

<http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/yatirimyaparken.htm#araclar> (Erişim tarihi: 23.05.2006)

<http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=yy> (Erişim tarihi: 22.05.2006)

<http://www.tspakb.org.tr/docs/rapor05/yatirimcianalizi2005.pdf> (Erişim tarihi: 23.06.2006)

<http://www.tspakb.org.tr/yatirimci.htm#Soru3> (Erişim tarihi: 25.05.2006)

<http://www.tspakb.org.tr/yatirimci.htm#Soru5> (Erişim tarihi: 25.05.2006)

<http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=444080> (Erişim Tarihi: 25.08.2006)

EK**HİSSE SENEDİ VE ENDEKS DEĞERLERİ**

Tarih	DÜZELTİLMİŞ KAPANIŞ FİYATLARI					KAPANIŞ ENDEKSLERİ	
	ALCAR	ARCLK	BEKO	BSH EV	TUDDF	Metal Eşya Sektör Endeksi	İMKB U- 100 Endeksi
03.01.2005	10,73	7,49	3,06	27,17	4,08	27.222,61	25.445,15
04.01.2005	11,02	7,35	3,02	26,94	4,21	27.042,39	25.042,00
05.01.2005	10,73	7,12	2,96	26,24	4,31	26.322,14	24.422,94
06.01.2005	10,63	7,26	3,00	26,47	4,29	26.682,43	24.561,85
07.01.2005	10,73	7,35	3,00	26,94	4,27	26.966,96	25.308,25
10.01.2005	10,73	7,62	3,04	27,17	4,29	27.124,94	25.604,65
11.01.2005	10,83	7,99	3,16	27,40	4,36	27.884,15	26.110,17
12.01.2005	11,02	8,04	3,18	26,94	4,46	28.208,93	26.271,34
13.01.2005	11,41	8,17	3,30	26,94	4,67	28.732,49	26.493,02
14.01.2005	11,12	8,13	3,26	26,24	4,65	28.364,68	26.362,68
17.01.2005	11,41	8,17	3,26	26,47	4,61	28.706,38	26.863,20
18.01.2005	11,51	8,04	3,20	26,71	4,63	28.710,15	26.813,13
24.01.2005	11,80	7,81	3,14	26,24	4,58	28.319,57	26.469,43
25.01.2005	12,19	7,95	3,12	27,40	4,67	29.077,99	26.859,99
26.01.2005	12,10	7,95	3,10	26,94	4,68	28.930,09	27.056,02
27.01.2005	11,90	7,95	3,14	26,24	5,01	29.110,53	27.302,74
28.01.2005	11,90	7,81	3,10	26,24	5,43	28.880,99	27.074,09
31.01.2005	11,90	7,95	3,12	26,24	5,38	29.322,19	27.330,35
01.02.2005	12,00	7,99	3,18	26,71	5,57	29.809,91	27.849,79
02.02.2005	11,80	7,99	3,16	26,24	5,52	29.578,35	27.936,53
03.02.2005	11,61	7,76	3,08	26,47	5,71	29.140,06	27.554,79
04.02.2005	11,71	7,81	3,08	26,24	6,00	29.393,40	27.813,16
07.02.2005	11,61	7,81	3,14	27,40	5,95	29.467,59	28.201,72
08.02.2005	11,80	7,81	3,12	27,17	5,81	29.408,51	28.269,69
09.02.2005	11,32	7,67	3,10	26,47	5,57	28.674,41	27.528,07
10.02.2005	11,02	7,53	3,10	26,01	5,43	28.607,73	27.308,78
11.02.2005	11,41	7,62	3,14	26,94	5,43	28.695,92	27.736,29
14.02.2005	11,51	7,58	3,20	26,94	5,43	29.049,75	28.003,60
15.02.2005	11,41	7,81	3,18	27,64	5,48	29.206,98	28.164,08
16.02.2005	11,22	7,62	3,12	26,94	5,43	28.673,01	27.661,58
17.02.2005	11,12	7,44	3,04	26,71	5,19	27.934,53	27.000,44
18.02.2005	11,02	7,39	3,02	26,47	5,29	27.959,48	27.293,22
21.02.2005	10,93	7,35	3,02	26,01	5,01	27.711,16	26.864,27
22.02.2005	10,93	7,35	2,98	26,24	5,05	27.549,02	26.657,40
23.02.2005	10,93	7,35	3,00	25,78	5,24	27.800,81	26.921,27
24.02.2005	11,02	7,49	3,02	26,01	5,38	28.084,85	27.354,57
25.02.2005	11,12	7,53	3,06	26,47	5,38	28.274,24	28.031,45
28.02.2005	11,61	7,95	3,08	26,24	5,52	28.873,38	28.396,17
01.03.2005	11,41	7,81	3,02	25,78	5,38	28.330,88	27.768,46
02.03.2005	11,32	7,85	2,98	25,55	5,29	28.345,30	27.226,38
03.03.2005	11,61	7,90	3,00	26,24	5,34	28.697,86	27.558,88
04.03.2005	11,80	7,81	3,00	26,01	5,57	28.607,48	27.663,22
07.03.2005	11,90	7,90	2,96	25,78	5,95	28.684,82	27.789,92
08.03.2005	11,90	7,85	2,98	25,55	5,95	28.687,90	27.698,34

09.03.2005	12,19	7,76	3,00	25,55	6,23	28.637,02	27.746,37
10.03.2005	11,90	7,72	2,94	25,78	6,33	28.608,70	27.519,81
11.03.2005	12,00	7,90	2,94	25,78	6,37	28.952,25	27.572,79
14.03.2005	11,51	7,76	2,86	25,31	6,09	28.459,20	26.936,75
15.03.2005	11,22	7,81	2,76	25,84	5,90	28.433,33	26.547,17
16.03.2005	10,54	7,58	2,60	24,13	5,71	27.431,93	25.331,70
17.03.2005	9,95	7,16	2,46	22,91	5,43	26.381,39	24.475,97
18.03.2005	10,44	7,49	2,52	23,11	5,67	26.912,14	25.348,51
21.03.2005	10,05	7,12	2,41	22,72	5,52	26.133,71	24.636,68
22.03.2005	10,05	7,30	2,47	22,81	5,67	26.500,77	25.218,21
23.03.2005	9,56	7,21	2,39	22,33	5,52	25.608,45	24.439,26
24.03.2005	9,71	7,44	2,43	22,42	5,52	26.293,03	25.068,49
25.03.2005	10,00	7,44	2,42	22,62	5,52	27.095,65	25.502,60
28.03.2005	9,75	7,30	2,38	23,79	5,38	26.491,10	24.842,21
29.03.2005	9,71	7,21	2,31	23,11	5,24	26.398,70	24.479,67
30.03.2005	9,71	6,98	2,28	23,11	5,10	26.216,72	24.600,92
31.03.2005	9,90	7,16	2,34	23,01	5,24	26.401,52	25.557,76
01.04.2005	9,95	7,21	2,38	23,01	5,24	26.467,14	25.740,76
04.04.2005	9,75	7,12	2,44	22,81	4,96	26.020,00	25.445,11
05.04.2005	9,75	7,16	2,50	22,62	4,82	26.147,27	25.682,54
06.04.2005	10,05	7,30	2,50	22,91	4,96	26.294,92	26.056,61
07.04.2005	9,85	7,12	2,44	22,72	4,96	26.098,16	25.831,22
08.04.2005	9,85	7,12	2,41	22,52	4,86	25.978,09	25.786,45
11.04.2005	9,61	6,98	2,34	22,13	4,77	25.548,63	25.370,26
12.04.2005	9,41	6,66	2,30	21,45	4,49	24.827,64	25.077,96
13.04.2005	9,32	6,57	2,26	21,06	4,48	24.630,81	25.293,24
14.04.2005	9,02	6,34	2,19	20,08	4,40	23.951,50	24.541,95
15.04.2005	8,63	6,11	2,10	19,11	4,36	22.934,39	23.853,34
18.04.2005	8,15	6,06	2,01	17,74	4,33	22.009,48	23.285,94
19.04.2005	8,63	6,20	2,10	18,52	4,59	22.813,13	24.143,88
21.04.2005	8,39	6,15	2,10	18,52	4,96	23.000,96	24.419,37
22.04.2005	8,44	6,29	2,12	19,30	4,91	23.399,36	24.730,75
25.04.2005	8,68	6,34	2,29	19,11	4,91	23.420,33	24.798,07
26.04.2005	8,63	6,29	2,23	18,43	4,96	23.205,54	24.483,97
27.04.2005	8,58	6,15	2,13	18,43	5,01	23.078,26	24.070,13
28.04.2005	8,44	5,88	2,06	19,01	5,01	22.352,97	23.519,63
29.04.2005	8,34	5,79	2,05	18,62	5,05	22.328,78	23.591,64
02.05.2005	8,58	6,02	2,18	18,62	5,05	22.956,07	24.252,96
03.05.2005	8,49	6,02	2,21	18,52	5,05	22.903,09	24.137,94
04.05.2005	8,73	6,15	2,29	18,62	5,34	23.156,65	24.560,22
05.05.2005	9,02	6,43	2,39	19,11	5,71	23.801,60	25.099,87
09.05.2005	8,73	6,15	2,30	18,91	5,67	23.243,18	24.702,24
10.05.2005	8,73	6,25	2,30	18,82	5,67	23.375,90	24.688,26
11.05.2005	8,73	6,25	2,25	18,82	5,67	23.336,79	24.662,88
12.05.2005	8,93	6,38	2,37	19,79	5,71	23.734,74	25.114,43
13.05.2005	9,02	6,48	2,43	19,79	5,67	23.830,09	25.325,67
17.05.2005	9,02	6,55	2,33	20,28	5,80	22.943,23	24.846,11
18.05.2005	9,22	6,75	2,39	20,47	5,70	23.254,78	25.205,51
20.05.2005	9,27	6,85	2,37	23,01	5,80	23.677,68	25.464,89
23.05.2005	8,88	6,45	2,25	27,54	5,75	23.028,41	24.329,06

24.05.2005	8,73	6,55	2,25	28,27	5,75	23.026,00	24.140,93
25.05.2005	8,78	6,50	2,25	27,05	5,85	22.890,01	24.119,79
26.05.2005	8,68	6,50	2,22	25,84	6,05	22.937,00	24.054,09
27.05.2005	8,73	6,60	2,24	25,10	6,10	23.265,18	24.453,14
30.05.2005	8,95	6,80	2,26	25,35	6,25	23.573,56	24.977,78
31.05.2005	9,15	7,20	2,27	25,50	6,10	23.925,30	25.236,48
01.06.2005	9,15	7,10	2,25	24,50	6,10	23.638,71	25.230,81
02.06.2005	9,25	7,15	2,32	25,10	6,35	24.025,82	25.799,12
03.06.2005	9,40	7,00	2,33	25,25	6,40	24.000,57	26.051,55
06.06.2005	9,30	6,95	2,28	24,50	6,10	23.914,84	25.533,07
07.06.2005	9,35	7,00	2,27	24,10	6,10	23.916,47	25.478,03
08.06.2005	9,55	7,10	2,30	24,40	6,20	24.130,27	25.779,75
09.06.2005	9,40	6,95	2,28	24,10	5,95	23.864,21	25.499,99
10.06.2005	9,50	7,05	2,30	25,30	6,10	23.997,66	25.725,19
13.06.2005	9,50	7,25	2,29	26,00	6,00	24.266,73	25.609,99
14.06.2005	9,70	7,20	2,29	25,25	6,00	24.213,09	25.929,93
15.06.2005	9,80	7,30	2,33	24,75	6,05	24.338,75	26.209,42
16.06.2005	9,95	7,45	2,34	24,90	6,10	24.727,76	26.579,72
17.06.2005	9,90	7,35	2,36	25,25	5,90	24.677,73	26.529,32
20.06.2005	9,90	7,60	2,38	25,00	6,00	25.044,56	26.709,17
21.06.2005	9,90	7,60	2,34	25,00	5,95	25.401,01	26.746,40
22.06.2005	9,85	7,45	2,33	24,70	6,00	25.171,12	26.779,27
23.06.2005	9,85	7,80	2,35	24,60	6,00	25.466,62	27.021,54
24.06.2005	9,85	7,75	2,34	25,50	5,95	25.614,62	27.033,40
27.06.2005	9,55	7,60	2,34	24,25	5,80	25.207,17	26.597,80
28.06.2005	9,70	7,90	2,41	24,00	5,90	25.492,33	26.811,40
29.06.2005	9,70	8,00	2,43	24,20	5,85	25.795,50	27.135,90
30.06.2005	9,65	7,95	2,48	23,60	5,80	25.647,49	26.957,32
01.07.2005	9,80	7,95	2,58	23,80	6,00	25.905,66	27.616,86
04.07.2005	9,80	7,95	2,70	24,00	5,95	25.956,17	27.702,25
05.07.2005	9,65	7,80	2,64	23,60	5,95	25.701,26	27.377,55
06.07.2005	9,65	8,00	2,66	23,50	6,20	26.090,45	27.781,35
07.07.2005	9,50	7,90	2,62	23,70	6,25	25.837,69	27.689,50
08.07.2005	9,60	7,90	2,68	23,90	6,65	26.231,98	27.842,43
11.07.2005	9,90	7,90	2,66	23,70	6,65	26.376,39	27.808,07
12.07.2005	9,85	7,70	2,78	23,50	6,90	26.312,61	27.689,24
13.07.2005	10,25	7,85	2,78	23,60	7,00	26.417,85	28.061,92
14.07.2005	10,10	7,80	2,88	24,30	7,35	26.655,77	28.500,87
15.07.2005	10,30	7,90	2,84	24,00	7,55	26.609,09	28.427,27
18.07.2005	10,50	7,85	2,80	23,80	7,55	26.619,54	28.402,65
19.07.2005	10,90	7,85	2,76	23,90	7,35	26.706,61	28.675,40
20.07.2005	11,00	7,80	2,76	24,00	7,15	26.551,33	28.713,45
21.07.2005	11,00	7,90	2,78	24,00	7,15	26.592,01	28.992,13
22.07.2005	10,80	7,90	2,76	24,00	7,25	26.615,31	29.188,09
25.07.2005	10,80	7,75	2,80	24,00	7,25	26.499,39	29.273,25
26.07.2005	10,60	7,75	2,76	24,90	7,30	26.389,23	28.730,69
27.07.2005	11,00	7,90	2,80	24,75	7,60	26.861,14	29.164,82
28.07.2005	11,50	8,00	2,78	24,30	7,75	26.947,23	29.343,03
29.07.2005	11,70	8,10	2,76	24,50	8,00	27.446,33	29.615,29

01.08.2005	11,80	8,20	2,72	24,30	7,80	27.762,98	29.776,69
02.08.2005	11,90	8,30	2,66	24,00	7,80	28.095,54	29.543,48
03.08.2005	11,80	8,30	2,64	24,20	7,75	28.513,31	29.727,05
04.08.2005	11,70	8,45	2,66	25,10	7,70	28.652,72	30.123,59
05.08.2005	11,60	8,35	2,66	26,00	7,60	28.298,37	29.945,44
08.08.2005	11,80	8,35	2,68	26,00	7,40	27.978,06	29.924,83
09.08.2005	11,80	8,15	2,66	25,50	7,55	27.719,95	29.701,00
10.08.2005	11,80	8,20	2,64	25,25	7,45	27.515,06	29.683,21
11.08.2005	11,40	8,10	2,50	25,50	7,50	27.053,14	29.111,84
12.08.2005	10,60	7,65	2,38	24,50	7,60	26.251,87	28.175,93
15.08.2005	10,40	7,45	2,35	24,10	7,40	25.967,07	28.074,94
16.08.2005	10,60	7,70	2,36	24,40	7,40	26.293,75	28.257,65
17.08.2005	10,70	7,50	2,32	24,10	7,10	25.851,77	27.906,28
18.08.2005	10,70	7,50	2,33	24,10	7,15	25.987,21	28.000,00
19.08.2005	10,80	7,50	2,35	24,40	7,25	26.352,92	28.456,86
22.08.2005	11,30	7,65	2,41	24,70	7,50	26.550,38	28.951,44
23.08.2005	11,30	7,75	2,40	24,60	7,60	26.550,38	29.191,60
24.08.2005	11,30	7,75	2,41	24,60	7,70	26.380,93	29.372,23
25.08.2005	11,30	7,75	2,40	24,60	7,70	26.379,71	29.814,17
26.08.2005	11,30	7,80	2,49	24,70	7,65	26.562,74	30.020,40
29.08.2005	11,20	7,75	2,44	24,50	7,60	26.382,52	30.015,12
31.08.2005	11,30	7,95	2,51	24,70	7,75	27.070,56	30.908,02
01.09.2005	11,40	8,05	2,52	25,25	7,80	27.364,44	31.947,95
02.09.2005	11,20	7,90	2,47	24,90	7,80	27.084,62	31.701,62
05.09.2005	11,00	7,90	2,47	26,25	8,10	27.160,27	31.879,45
06.09.2005	11,00	7,90	2,46	25,50	8,15	27.131,86	31.832,50
07.09.2005	10,80	7,75	2,41	25,00	8,20	26.715,54	31.385,01
08.09.2005	11,50	7,70	2,43	25,10	8,25	26.681,16	31.485,39
09.09.2005	11,50	7,90	2,48	25,50	8,30	27.167,91	32.202,66
12.09.2005	11,50	8,20	2,46	25,50	8,30	27.868,25	32.711,13
13.09.2005	11,20	8,00	2,42	24,75	8,20	27.223,66	32.541,11
14.09.2005	11,20	8,10	2,43	24,40	8,15	27.319,38	32.632,44
15.09.2005	11,40	8,15	2,46	25,30	8,40	27.575,42	33.271,11
16.09.2005	11,40	8,05	2,42	25,25	8,80	27.532,93	33.294,26
19.09.2005	11,50	8,05	2,42	25,25	9,05	27.726,41	33.221,15
20.09.2005	11,50	8,05	2,47	25,50	8,95	28.082,54	33.719,30
21.09.2005	11,40	8,00	2,49	25,25	9,05	28.082,84	33.863,82
22.09.2005	11,30	7,95	2,45	25,25	9,00	27.755,54	33.465,61
23.09.2005	11,30	7,90	2,43	25,00	9,15	27.682,38	33.250,45
26.09.2005	11,30	7,85	2,42	25,00	9,00	27.595,77	33.516,04
27.09.2005	11,20	7,85	2,39	24,60	9,00	27.566,13	33.319,18
28.09.2005	11,00	7,85	2,35	24,00	9,00	27.376,86	32.744,95
29.09.2005	11,30	7,90	2,36	24,60	9,00	27.624,79	33.396,23
30.09.2005	11,20	7,75	2,33	24,80	9,05	26.986,73	33.333,23
03.10.2005	11,40	7,85	2,38	24,80	9,25	27.227,61	34.300,90
04.10.2005	11,60	8,85	2,47	25,00	9,80	29.091,83	35.624,79
05.10.2005	11,40	8,55	2,41	24,80	9,50	28.317,30	34.775,67
06.10.2005	11,00	8,30	2,39	24,80	9,00	27.625,76	33.510,39
07.10.2005	11,40	8,70	2,40	24,70	9,00	28.196,16	33.413,61
10.10.2005	11,30	8,55	2,37	24,70	9,00	28.192,56	33.505,96

11.10.2005	11,60	8,55	2,40	24,90	8,95	28.249,90	34.040,21
12.10.2005	11,20	8,75	2,36	25,75	8,95	28.015,08	33.118,44
13.10.2005	10,90	8,30	2,30	25,25	8,90	27.206,37	32.054,34
14.10.2005	11,10	8,30	2,26	24,80	8,85	26.996,50	31.440,03
17.10.2005	11,00	8,45	2,28	24,90	9,00	27.454,71	31.850,68
18.10.2005	11,10	8,45	2,26	25,00	8,90	27.316,11	31.586,83
19.10.2005	11,00	8,15	2,25	24,60	8,65	26.670,72	30.766,71
20.10.2005	10,90	8,25	2,28	24,70	8,35	27.035,37	31.403,90
21.10.2005	11,00	8,40	2,27	24,70	7,95	27.214,47	31.428,62
24.10.2005	10,90	8,20	2,25	24,80	8,10	27.087,83	31.845,70
25.10.2005	10,80	8,10	2,23	24,60	8,10	26.880,13	31.669,96
26.10.2005	10,90	7,85	2,22	24,50	8,10	26.567,63	31.474,44
27.10.2005	10,70	7,90	2,19	24,60	8,10	26.417,22	31.273,31
31.10.2005	10,70	8,05	2,20	24,60	8,20	27.186,81	31.963,99
01.11.2005	11,00	8,25	2,22	25,40	8,40	27.581,75	32.791,99
07.11.2005	11,30	8,35	2,26	27,50	8,45	27.875,53	33.830,10
08.11.2005	11,30	8,50	2,36	27,50	8,40	28.094,86	33.749,43
09.11.2005	11,20	8,50	2,36	29,00	8,40	28.031,79	33.848,29
10.11.2005	12,10	8,55	2,36	28,75	8,45	28.364,07	34.709,65
11.11.2005	11,80	8,40	2,36	29,25	8,30	27.963,96	34.096,32
14.11.2005	11,60	8,40	2,35	27,50	8,30	28.207,15	34.171,51
15.11.2005	12,00	8,60	2,34	27,25	8,40	28.489,12	34.324,04
16.11.2005	12,30	8,55	2,34	27,50	8,45	28.510,01	34.866,57
17.11.2005	12,80	8,35	2,36	27,25	8,45	28.384,22	35.127,34
18.11.2005	13,70	8,35	2,34	27,75	8,60	28.492,01	35.314,31
21.11.2005	13,70	8,45	2,35	28,50	8,75	28.815,17	35.654,99
22.11.2005	13,40	8,35	2,34	27,25	8,75	28.582,73	35.254,14
23.11.2005	13,60	8,50	2,36	28,00	8,95	29.271,63	36.179,29
25.11.2005	14,10	8,70	2,37	28,50	9,25	29.802,40	36.759,89
28.11.2005	14,10	8,70	2,34	28,25	9,10	29.948,78	36.621,47
29.11.2005	14,20	8,80	2,37	28,50	9,15	30.472,01	37.495,22
30.11.2005	14,00	8,70	2,36	28,00	9,05	30.779,32	38.088,65
01.12.2005	13,90	9,20	2,43	28,50	9,20	31.214,13	38.296,91
02.12.2005	13,90	9,30	2,44	28,50	9,10	31.400,78	38.573,71
05.12.2005	14,00	9,40	2,51	29,50	9,10	31.639,77	39.130,73
06.12.2005	13,90	9,55	2,50	28,50	9,15	31.863,08	38.917,82
09.12.2005	13,30	9,15	2,42	27,75	9,25	31.191,16	37.496,18
13.12.2005	13,80	9,00	2,42	27,50	9,45	31.075,07	37.741,70
14.12.2005	14,00	9,05	2,42	28,00	9,40	30.892,54	37.870,57
15.12.2005	13,90	9,10	2,41	28,00	9,25	31.060,67	37.631,57
16.12.2005	14,40	9,45	2,43	28,00	9,25	31.486,12	37.716,70
19.12.2005	14,40	9,35	2,46	28,00	9,40	32.058,63	37.960,13
20.12.2005	14,50	9,15	2,52	28,00	9,20	31.702,45	37.729,42
21.12.2005	14,60	9,35	2,66	28,25	9,25	32.076,90	38.210,24
22.12.2005	14,50	9,55	2,66	28,50	9,65	32.249,62	38.353,12
23.12.2005	14,60	9,65	2,64	29,00	9,65	32.675,24	38.919,51
26.12.2005	14,60	9,70	2,64	29,00	9,75	32.846,98	39.139,08
27.12.2005	14,60	9,55	2,64	29,00	9,65	32.268,89	39.015,86
28.12.2005	14,50	9,45	2,64	29,25	9,70	32.222,08	39.220,17
29.12.2005	14,90	9,55	2,72	29,75	9,95	32.871,26	39.837,27

30.12.2005	15,10	9,40	2,70	29,50	10,00	32.709,28	39.777,70
02.01.2006	15,2	9,45	2,64	29,00	9,85	32.733,96	39.790,72