

**T.C.  
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME (MBA) BÖLÜMÜ**

**TÜRKİYE'DE PORTFÖY YÖNETİMİ VE PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ  
KURULMASI ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**DANIŞMAN**

**Dr. BİRGÜL ŞAKAR**

**HAZIRLAYAN**

**MURAT BELLİCİ  
2002.09.01.096**

**İSTANBUL 2005**

**İÇİNDEKİLER**

## **GİRİŞ**

### **1. PORTFÖY YÖNETİMİ**

#### 1.1. PORTFÖY

#### 1.2. PORTFÖY YÖNETİMİ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

#### 1.3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

##### 1.3.1. Hisse Senetleri

##### 1.3.2. Tahvil

##### 1.3.3. Yatırım Fonu

##### 1.3.4. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil

##### 1.3.5. Finansman Bonoları

##### 1.3.6. Banka Bonosu ve Garantili Bonolar

##### 1.3.7. Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları

##### 1.3.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

##### 1.3.9. Gayrimenkul Sertifikaları

##### 1.3.10. Yatırım Fonu ve Katılma Belgeleri

##### 1.3.11. Depo Sertifikaları

##### 1.3.12. Yabancı Ülke Kaynaklı Menkul Kıymetler

#### 1.4. YATIRIM ARAÇLARI

##### 1.4.1. Para Piyasası Araçları

###### 1.4.1.1. Faiz

###### 1.4.1.2. Repo-Ters Repo

##### 1.4.2. Döviz

##### 1.4.3. Gayrimenkul

##### 1.4.4. Altın

##### 1.4.5. Diğer Para Piyasası Araçları

#### 1.5. YATIRIM SÜRECİ

#### 1.6. YATIRIMCI

##### 1.6.1. Sermayesine Göre Yatırımcı

##### 1.6.2. Riske Karşı Yatırımcı Davranışları

#### 1.7. PARA ve PARANIN ANLAMI

### **2. YATIRIM ANALİZİ**

#### 2.1. TASARRUF VE YATIRIM KARARI

#### 2.2. PARANIN ZAMAN DEĞERİ

#### 2.3. RİSK

##### 2.3.1. Sistemik Risk ve Türleri

##### 2.3.2. Sistemik Olmayan Risk

2.4. RİSKİN ÖLÇÜLMESİ	19
2.4.1. Hisse Senedi Yaklaşımı	19
2.4.2. Portföy Yaklaşımı	21
2.5. HİSSE SENEDİ VERİMİ ve RİSK İLİŞKİSİ	21
2.6. RİSK ve GETİRİ	23
2.7. PİYASA ANALİZİ	26
2.7.1. Temel Analiz	26
2.7.2. Teknik Analiz	34
<b>3. PORTFÖY ANALİZİ ve YÖNETİM SÜREÇLERİ</b>	<b>38</b>
3.1. PORTFÖY ANALİZİ	38
3.2. GELENEKSEL PORTFÖY YAKLAŞIMI	39
3.3. MODERN PORTFÖY YAKLAŞIMI	40
3.4. FİNANSAL VARLIK FİYATLAMA MODELİ	41
3.5. ARBİTRAJ MODELİ	42
3.6. PORTFÖY YÖNETİMİ	43
3.6.1. Portföyün Planlanması	44
3.6.2. Yatırım Analizi	44
3.6.3. Portföy Seçimi	44
3.6.4. Portföy Değerlemesi	46
3.6.5. Portföy Revizyonu	50
3.7. PORTFÖY YÖNETİM STRATEJİLERİ	51
3.7.1. Pasif Portföy Yönetim Stratejisi	51
3.7.2. Aktif Portföy Yönetim Stratejisi	52
3.7.3. Diğer Portföy Yönetim Stratejileri	54
3.8. ULUSLAR ARASI SERMAYE AKIMLARI VE PORTFÖY YÖNETİMİ	55
3.8.1. Uluslar arası Sermaye Akımlarını Etkileyen Temel Faktörler	57
<b>4. PERFORMANS DEĞERLEME YÖNTEMLERİ</b>	<b>60</b>
4.1. PORTFÖY YÖNETİMİNDE PERFORMANS MAKSİMİZASYONU	60
4.2. FİYAT / KAZANÇ ORANI SAPINÇI	61
4.3. BOX-JENKINS YÖNTEMİ	62
4.4. AYIRIM ANALİZİ	63
4.4.1. Doğrusal Olasılık Yöntemi	64
4.4.2. Diskriminant Analizi Modeli	66

4.4.3. Birikimli Olasılık Fonksiyonu Modelleri	67
4.4.4. Beyin Hücreleri Ağı Modeli	67
<b>4.5.AYIRIM ANALİZİNİN UYGULANDIĞI ALANLAR</b>	<b>70</b>
4.5.1. Genel Ekonomik Konjonktür Uygulaması	70
4.5.2. İflas Riskinin Belirlenmesi	70
4.5.3. Hisse Senetlerinin Fiyatlarının Bulunması	71
4.5.4. Şirket Birleşmelerinin Tahmini	72
4.5.5. Tasfiye Değeri Yaklaşımı	73
<b>5. PORTFÖY YÖNETİMİNİN FONKSİYONLARI</b>	<b>75</b>
<b>6. PORTFÖY YÖNETİM FAALİYETLERİ</b>	<b>78</b>
<b>7. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN KURULUŞ VE FAALİYETE GEÇİŞ SÜREÇLERİ</b>	<b>81</b>
7.1. KURULUŞ SÜRECİ	81
7.2. KURULUŞ ŞARTLARI	81
7.3. KURULUŞ İŞLEMLERİ	82
<b>8.MB PORTFÖY YÖNETİMİ ANONİM ŞİRKETİ ANA SÖZLEŞMESİ</b>	<b>85</b>
8.1. KURULUŞ	85
<b>9. KURULUŞ DOSYASI EVRAKLARI</b>	<b>93</b>
9.1. MB PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ KURULUŞ PROSEDÜRÜ ETÜDÜ	100
9.2. ŞİRKET PERSONEL ŞEMASI	101
9.3. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. ŞİRKET AKIŞ ŞEMASI	102
9.4. YATIRIMCI ZİYARETİ	102
9.5.PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİNİN İMZALANMASI	102
9.6.PORTFÖY YÖNETİMİNE ALINACAK VARLIKLARIN TEVDİ EDİLMESİ	103
9.7. PORTFÖY YÖNETİMİNİN BAŞLAMASI	103
9.8. OPERASYON VE SAKLAMA	103
9.9. RAPORLAMA	103
9.10. PORTFÖY YÖNETİMİNİN BİTMESİ	104
<b>10. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. PERSONEL GÖREV TANIMLARI</b>	<b>105</b>
10.1. YÖNETİM KURULU	105
10.2. GENEL MÜDÜR	105

10.3. PORTFÖY YÖNETİM UZMANI	107
10.4. MUHASEBE-OPERASYON	109
10.5. ARAŞTIRMA-GELİŞTİRME VE YAZILIM DESTEK	110
10.6. DENETÇİ	111
<b>11. MB PORTFÖY YÖNETİMİ İŞ AKDI</b>	<b>113</b>
11.1. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. PORTFÖY YÖNETİMİ KARAR KAYIT DEFTERİ	122
11.2. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. ŞİRKET İÇİ KONTROL SİSTEMİ	123
11.3. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. DENETİM BİRİMİ RAPOR ÖRNEĞİ	124
11.4. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. PORTFÖY YÖNETİCİSİ- YATIRIMCI GÖRÜŞME FORMU	125
11.5. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. KURUMSAL YATIRIMCI PORTFÖY YÖNETİMİ İHTİYAÇ ALANLARI ETÜDÜ	128
<b>SONUÇ</b>	<b>129</b>
<b>ŞEKİLLER VE TABLOLAR LİSTESİ</b>	<b>130</b>
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>131</b>

**T.C.**  
**KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME (MBA) BÖLÜMÜ**

**TÜRKİYE'DE PORTFÖY YÖNETİMİ VE PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ  
KURULMASI ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**DANIŞMAN**  
**Dr. BİRGÜL ŞAKAR**

**HAZIRLAYAN**  
**MURAT BELLİCİ**  
**2002.09.01.096**

**İSTANBUL 2005**

## **GİRİŞ**

Portföy yönetimi, yatırımcı tarafından sağlanacak belli bir tutarın, kendisinin belirlediği yatırım-risk tercihleri doğrultusunda, uzman bir kuruluş tarafından, menkul kıymetlere yatırılmak suretiyle belirli bir dönem boyunca değerlendirilmesidir.

Portföy Yönetiminde yatırımlar yapılırken göz önünde bulundurulacak temel faktör, riskin dağıtılması ve yatırımcının niteliklerine göre, kişiye özel, verimliliği artıracak bir portföy yapısının oluşturulmasıdır.

Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında, portföy yöneticiliği faaliyeti ise sermaye piyasası araçları, (Sermaye piyasası araçları ; menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Menkul kıymetler ; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul'ca belirlenen kıymetli evraktır. Diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurul'ca belirlenen evraktır.) para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve

opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile Kurulca uygun görülen diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföylerin yatırımcının veya portföy yöneticisinin belirleyeceği risk-getiri tercihi doğrultusunda, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfatıyla yönetilmesidir.

Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almış portföy yönetim şirketleri, aracı kurumlar ve yatırım bankaları portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmaya yetkili kurumlardır. Metnin bundan sonrasında, portföy yönetim şirketleri, aracı kurumlar ve yatırım bankaları yetkili kurumlar olarak adlandırılır.

Alım satıma aracılık faaliyetinin yürütülmesi sırasında, bu faaliyetin içeriğiyle ilgili olarak süreklilik arz etmeksizin verilen hizmetler, portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında değerlendirilmez.

Yetkili kurumlar Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almak kaydıyla yatırım danışmanlığı faaliyetinde de bulunabilirler.

Portföy yönetim şirketi, özel olarak portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmak üzere Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda belirlenen şartları yerine getirerek Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yetki belgesi almış bir anonim şirkettir.

Portföy yönetim sözleşmesinin veya portföy yönetimi vekaletinin temelinde, yatırımcının yönetimi üstlenen aracı kuruma veya portföy yönetim şirketine güveni yatmaktadır. Bu sebeple portföy yönetimi hukukî niteliği itibarıyla bir inanca hukukî işlemdir.

Portföy yönetiminin de dahil olduğu inanca işlemlerde ; işlemin bir tarafında kendisine inanılan, diğer tarafında mal varlığı üzerinde ona tasarruf etme yetkisi veren inanan bulunmaktadır.

Portföy yönetim sözleşmesinin konusunu, özel bir güven ilişkisine dayanarak yatırımcının mal varlığı üzerinde tasarrufta bulunmak üzere uzman kadrolara sahip bir yetkili kuruma yetki vermesi veya vekil tayin etmesi oluşturmaktadır.

Yatırım danışmanlığı hizmetinde ; müşteri yetkili kurumlardan mevcut nakdinin hangi yatırımlara yöneltmesi gerektiği konusunda bilgi talep eder. Ondan tavsiyeler alır. Ancak, yatırımlarını bizzat kendisi yapar ve yönetir. Portföy yönetimi sözleşmesinde ise, müşteri nakdini ve menkul kıymetlerini yatırıma yöneltmek için portföy yöneticisini görevlendirilir, ona söz konusu varlıklarını teslim eder.

## **1. PORTFÖY YÖNETİMİ**

### **1.1 PORTFÖY**

Portföy kelime anlamı olarak "cüzdan" anlamına gelir. Sermaye Piyasası'nda ise menkul değerlerden oluşan bir topluluğu ifade eder.

Bir portföyün yönetilmesi, mevzuatın ve iç tüzüğün izin verdiği sınırlar dahilinde, portföye varlık (hisse senedi, tahvil, bono vb.) alınıp satılması ve bu varlıkların getirilerinin (faiz, kâr payı gibi) tahsil edilmesi faaliyetleridir. Varlıkların alınıp satılması

kararlarına dayanak teşkil eden her türlü araştırma ve analiz gibi faaliyetler de portföy yönetiminin kapsamına girer. <sup>1</sup>

## 1.2 PORTFÖY YÖNETİMİYLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

**Sermaye Piyasası Araçları** : Menkul kıymetler de diğer sermaye piyasası araçlarıdır.

**Menkul Kıymetler** : Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen kıymetli evraklardır.

**Diğer Sermaye Piyasası Araçları** : Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraklardır. Şu kadar ki, nükut ile çek, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır.

**Kanun** : 3749 Sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nu ifade eder.

**Tebliğ** : 22852 Sayılı 19.12.1998 Tarihli Resmi Gazetede yayınlanmış olan Seriv V, 29 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulu tebliği ifade eder.

**Borsa** : Kanun'un 40. maddesinde düzenlenen sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü borsalar ve diğer teşkilatlanmış piyasaları ifade eder.

**Portföy** : Yatırımcı olan kimselerin varlıklarını aynı veya değişik özellikte ve birden fazla sayıdaki menkul kıymetlere yatırması sonucu oluşan değere verilen addır.

**Portföy Yöneticisi** : Portföy yönetim şirketlerinde yatırımcılara ait portföyleri yönetmek üzere görevlendirilen ve nitelikleri tebliğ ile belirlenen kişileri ifade eder. Bu nitelikler ; mesleki yeterlilik, bağımsızlık ve sır saklayabilmektir.

**Portföy Yönetim Şirketi** : Münhasıran portföy yöneticiliği faaliyetlerinde bulunmak üzere Kanun'da ve tebliğde belirtilen şartları yerine getirerek, Kurul'dan yetki belgesi almış şirketlerdir.

**Portföy Yöneticiliği** : Sermaye Piyasası araçlarında oluşan portföylerin, yatırımcılarla yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetilmesidir.

## 1.3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

### 1.3.1. HİSSE SENETLERİ

Hisse senetleri anonim ortaklıkların çıkardıkları kıymetli evraklardır. Sözü geçen Anonim Şirketin hisse senedi alındığında, o şirkete ortaklık hakkı edinilmiş olur. <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Gökbel, Altınırnak, Serpil (2003). *Süre Temelli Portföyler ve İMKB'nda Uygulanabilirliği*. SPK Yayınları

<sup>2</sup> Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, (2003). İMKB Yayınları ss.45-49



## Hisse Senedinden Nasıl Gelir Elde Edilir?

Hisse senedi sahipleri temel olarak iki tip getiri elde ederler :

1. Sermaye Kazancı : Basitçe hisse senedini düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satarak elde edilen gelirdir.

2. Kâr Payı (Temettü) Geliri : Temel olarak temettü şirketin sahibi ve ortaklarına dağıtılan şirket kârıdır.

## Hisse Senetlerinin Portföy İçindeki Yeri :

Hisse Senedi uzun dönemli ve riskli yüksek yatırım aracı olarak düşünülmelidir. Hisse senedi piyasasında hangi hisse senedinin ne zaman ne yönde artacağı ve portföyünüzdeki riski dağıtmak için hangi senetlerinin kullanılacağı oldukça fazla araştırma gerektirmektedir.

### 1.3.2. TAHVİL

Tahvil basit olarak borçlanmayı ifade eder. Bir tahvile yatırım yapıldığında, aslında para ödünç verilmiş olur. Karşılığında ise ;

Ana para ve belirli bir oranda (kupo oranı-faiz oranı) getiri elde edilir.

Borç verilen paranın geri dönüşü tahvil çıkaran kuruluş tarafından garanti edilir ve bu kuruluş ödünç verilen parayı telafi etmek için yatırımcıya belirli bir oranda faiz ödemesi yapar.

Tahvil aracılığı ile borç toplayan taraf şirketler olabileceği gibi, Türkiye’de çok yaygın olarak görüldüğü üzere devletler de olabilmektedir. Türkiye’de iç borçlanma amacıyla devlet tahvili ve hazine bonosu, halka arzlar ve ihaleler aracılığı ile halktan borç almak amacıyla kullanılan menkul kıymetlerdir.

## Tahvilin Portföy İçindeki Yeri :

Tahviller düşük riskli, sabit getiri sağlayan yatırım araçlarıdır. Dolayısıyla riske çok fazla açık olmayan ve belirli bir tarihte belirli bir miktar getiri elde etme amacı olan yatırımcılar tarafından tercih edilebilir.

### 1.3.3. YATIRIM FONU

Hisse senedi ya da tahvile veya her ikisine de birden bireysel olarak finansal amaçlarımıza ve risk yüklenim derecemize uygun yatırım yapmakta zorlandığımız zaman başvuracağımız yol amaçlarımıza uygun bir yatırım fonu seçmek olabilir.

Yatırım fonu yatırımcıların paralarını ortak bir amaç için toplayıp bu amaçların gerçekleştirilmesi için oluşturulan fondur. 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 olur.

A Tipi Fon : En az % 25 oranında hisse senedi içerir.

B Tipi Fon : Hisse senedi içermeye zorunluluğu yoktur. Fakat içerebilir.

Temelde A ve B tipi olmak üzere iki ana başlıkta toplayabileceğimiz yatırım fonları içerdikleri menkul kıymetlerin türüne, vade yapısına ve bileşimine göre kendi içlerinde farklı çeşitlere ayrılabilir. Örneğin ; A Tipi Sektör Fon, A Tipi Endeks Fon, B Tipi Likit Fon.

### **Yatırım Fonunun Portföy İçindeki Yeri :**

Bir portföy yöneticisiyle birebir çalışmadan, kendi risk tanımlarına göre profesyonelce yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için yatırım fonları idealdir. Bu fonlar farklı risk tanımlarına göre profesyonelce portföy oluşturulup yönetilirler.

### **1.3.4. HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİL**

Bu tür tahviller, arttırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir. Anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve mevzuatla belirtilen sınırlar içerisinde kalmak kaydı ile halka arz etmek sureti ile hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarabilirler. Vadeleri 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz ve 2 yıldan önce hisse senetleri ile değişim yapılamaz.

### **1.3.5. FİNANSMAN BONOLARI**

Anonim ortaklıkların Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ettikleri emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır. Finansman bonoları da menkul kıymet bakımından genel şartların sonucu olarak alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, kısa süreli de olsa sermaye piyasasında yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan kıymetli evrak niteliğinde senetlerdir. Teminatlı olup olmamaları, ihraççıların teminat almış oldukları kurumların nitelikleri bakımından ya da kabaca risk derecelerine göre türleri söz konusudur.

### **1.3.6. BANKA BONOSU VE GARANTİLİ BONOLAR**

Orta ve uzun vadeli krediler karşılığı teminat olarak kalkınma ve yatırım bankalarının alınmış bonoların, vadelerine belli bir süre kala ilgili bankaların ödeme garantileri ile takviyelendirilerek yatırımcılara sunulması ile ortaya çıkan menkul kıymetlere verilen addır. En az 60 en çok 720 gün vadeli olan bu enstrüman en düşük 5 YTL nominal değerlidir. Satışları iskonto yöntemi ile yapılabilir.

### **1.3.7. DEVLET TAHVİLİ VE HAZİNE BONOLARI**

Maliye Bakanlığı tarafından belli amaçlara yönelik olarak çıkarılan dahili borçlanma tahvilleri uzun vadeli. Buna karşı Hazine'nin dönemsel ihtiyaçları çıkarılan tahviller ve hazine bonoları kısa vadeli. Devlet tahvilleri uygulamada en az 1 yıl vadeli bonolar ise en çok 1 yıl vadeli olarak ihraç edilmektedir. Devlet tahvilleri ihalelerde teminat olarak kullanılabilirler. İskontolu olarak işlem görürler.

### **1.3.8. VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMET**

Anonim ortaklıkların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya ilgili mevzuat uyarınca temellük edecekleri alacaklar karşılığında Kurul'ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraktır.

### **1.3.9. GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI**

Belli bir gayrimenkul geliştirme projesini gerçekleştirmeyi üstlenen bir anonim ortaklığın, bedelleri inşa edilecek veya inşa edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri nominal değerleri eşit, sermaye piyasası araçlarının genel şartlarını taşıyan, hamiline yazılı olan menkul kıymetlerdir.

### **1.3.10. YATIRIM FONU VE KATILMA BELGELERİ**

Halktan, katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esasına göre sermaye piyasası araçları ile diğer altın ve kıymetli madenler portföyü işletmek üzere kurulan mal varlığına "yatırım fonu" denilmektedir. Portföyünün özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil en az % 51'i Türk hisse senetlerine yatırılmış yatırım fonları "A Tipi" olarak adlandırılmaktadır. Yatırım fonunda gerçek ve tüzel kişilerin ortaklık haklarını katılma belgeleri temsil etmektedir. Katılma belgesinin temsil ettiği bedelin tam ve nakden ödenmesi şarttır. İtibarı değeri yoktur. Fon pay değeri, fonun toplam değerinin dolaşımdaki katılma belgelerinin pay sayısına bölünmesi ile elde edilir ve her gün ilan edilir. Katılma belgeleri halka arz edilmelidirler. Fon portföyündeki varlıklar, Takasbank A.Ş veya danışmanlık ilişkisi olmayan anlaşmalı bir bankada muhafaza edilmektedirler. Sermaye, kurucular, yönetim, saklama ve diğer bakımdan SPK gözetim ve denetimine tabidirler.

### **1.3.11. DEPO SERTİFİKALARI**

Takasbank A.Ş veya SPK tarafından uygun görülen saklama kuruluşlarında depo edilen ve yabancı menkul kıymetleri temsilen çıkarılan bu menkul kıymetlerin sağladığı hakları aynen sağlayan, hamiline yazılı, nominal değerleri temsil ettiği yabancı para birimi cinsinden ifade edilen sermaye piyasası araçlarıdır.

### **1.3.12. YABANCI ÜLKE KAYNAKLI MENKUL KIYMETLER**

Türk Parası Kıymetini Koruma mevzuatında tanımlanan dışarıda yerleşik kişilerden ilgili ülke mevzuatına göre yabancı sermaye piyasası araçlarını ihraç eden anonim ortaklıklarla yatırım ortaklıkları, çıkardıkları ülke borsalarında alım satım konusu olan ve SPK tarafından belirlenen nitelikteki menkul kıymetler ile hak ve alacakları temsil eden diğer kâğıtları ve ayrıca kanunda tanımlanan yatırım fonlarına benzer özellikleri taşıdığı Kurul'ca kabul edilen, yurt dışında kurulmuş yatırım fonlarının katılma belgelerini Türkiye'de halka arz edebilirler. Bu tür menkul kıymetler, yatırımcıların menfaatlerini korumak esasına göre ; çıkarıldıkları ülkede borsaya kote olma şartı, Yeni Türk Lirası üzerinden düzenleme veya ifade edilme şartı, rating yaptırmış ve en az belli bir dereceyi yakalamış olmaları, getiri düzeyi, belli bir geçmişe sahip olmaları, rayiç bedel tespiti ve diğer bakımdan belli düzenlemelere tabidirler.

### **1.4. YATIRIM ARAÇLARI**

Yatırım araçları, sermaye piyasası araçlarının yanısıra döviz, altın, gayrimenkul, faiz ve repo işlemlerini de kapsar. Yani şöyle diyebiliriz : Yatırım araçları sermaye piyasası araçları ile para piyasası araçları, altın ve gayrimenkullerden oluşur.

Finans piyasalarında iki önemli piyasa vardır. Bunlar Sermaye Piyasaları ve Para Piyasaları'dır. Yatırım yapacak olan kişi veya kuruluşun bu iki piyasayı yakından izlemesi gerekir. Elbette sadece bu iki piyasanın izlenmesi yeterli değildir. Bunların yanısıra özellikle makro-ekonomik kararları etkileyen siyasî gelişmelerin ve bu gelişmelere bağlı olarak alınan kararların da yakından izlenmesi gerekir. İlerideki konular içerisinde risk analizinde bu konuyu tekrar ele alacağız.

Yukarıda sermaye piyasası ve yatırım araçlarını incelemiştik. Şimdi para piyasası ve yatırım araçlarını, altın, döviz ve gayrimenkul araçlarını ele alalım.

#### **1.4.1. Para Piyasası Araçları :**

Para Piyasası araçları faiz, repo-ters repo ve hazine bonolarıdır. Hazine bonolarını daha önce ele aldığımız için burada tekrar ele almayacağız.

##### **1.4.1.1. Faiz**

Bankalardan ve bankalararası piyasalarda likidite sıkışıklığı, döviz piyasasına olan talebi kırmak ve tasarrufu teşvik amacıyla kullanılan bu araç ile yatırımlar kısa ve uzun vadeli olarak değerlendirilebilir.

“Sermaye birikimini kullandırmanın fiyatı”<sup>3</sup> olarak tanımlayabileceğimiz faiz ; finans piyasasının çok değişken olması nedeniyle bazen yatırımcılar için oldukça cazip fırsatlar yaratmaktadır. Özellikle likidite sıkışıklığının olduğu dönemlerde yatırımcılar için oldukça kazançlı olmaktadır.

#### **1.4.1.2. Repo-Ters Repo**

Bir menkul kıymetin geri alım vaadiyle satılması (repo) ve geri satım vaadiyle alınması (ters repo) yatırımcılar açısından özellikle yatırımlarını değerlendirdikleri önemli bir yatırım aracı oldu. Özellikle son yıllarda artan iç borçlanma yükü nedeniyle çok sık başvurulan hazine ihaleleri ile satılan hazine bonoları ve tahviller karşılığında yapılan repo-ters repo işlemleri kısa süreli fon sağlamada önemli bir para ve sermaye piyasası aracıdır. Bu araç ile yatırımcılar finans piyasalarından olumlu bir getiri elde etmektedir.

#### **1.4.2. Döviz**

İki ülke arasında ekonomik gelişmelere göre ülkelerin girdilerinin-çıktılarının, ülke ekonomileri üzerinde yarattıkları büyüme, gelir dağılımı v.b. etkenlerin etkisiyle ülke paralarının birbirine karşı artan-azalan değerleri sonuçta artan yönde değişen ülke parasına talep yaratmaktadır.

Genel bir tanımla yabancı ülke paralarına veya para yerine geçen her türlü ödeme araçlarına döviz denmektedir.<sup>4</sup>

Ülkeler arasında meydana gelen bu değer farklılığı dolayısıyla ülke paralarına olan talebi de arttırmaktadır. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde ekonomik gelişmenin istikrarlı olduğu ülkelerin paralarına karşı bir talep oluşmaktadır. Tasarrufçunun burada amacı aslında elde ettiği kazancı en azından enflasyon oranında bir değer kazancı sağlamak olmasına rağmen ; profesyonelce yapılan analizler sonucunda bu fiyat farklılıklarından iyi kazançlar elde etmek mümkündür.

#### **1.4.3. Gayrimenkul**

Toplumumuzun gözde yatırım aracı olan gayrimenkule olan talep son yıllarda azda olsa azalma eğilimi gösterse bile halen önemini korumaktadır. Özellikle yeni gelişen yerleşim bölgelerinin keşfedilmesi, imara açılması beklenen bölgelerin nazım planlarına göre arsa, bina v.b. alınması yatırım açısından oldukça kazançlı olmaktadır.

#### **1.4.4 Altın**

Yüzyıllardan beri belki de insanların en büyük tutkusu, en fazla değer biçtiği maden, mal varlığına göre zenginliğini en iyi ifade ettiğine inandığı şey altındır. Gerek mal varlığı ölçüsü olarak gerekse takı olarak kullanılabilen altın hiç kuşkusuz her toplumda saygın bir yeri vardır. Bizim toplumumuzda ise altın ; daha çok takı olarak kullanılmakta ve tasarruf açısından değerlendirildiğinde yastık altında saklanmaktadır.

<sup>3</sup> ÜLGEN, Yüksel. Fiyat Teorisi. s. 293 Filiz Kitapevi. İstanbul, 1984.

<sup>4</sup> SEYİDOĞLU, Halil. Uluslar arası İktisat s.105 Güzem Yayınları. İstanbul, 1994.

Yani tasarrufu olan ve bu tasarrufunu yatırım araçlarında değerlendirmek isteyen yatırımcılar bir yatırım aracı olarak altında yatırımlarını değerlendirilmesini pek bilmemektedirler. Fakat son yıllarda takı olarak kullanma eğilimi toplumumuzda azalmasına rağmen ; özellikle finans piyasasının tanıyan ve sermaye birikimi olan bir kesim tarafından-Altın Borsasının kurulması ile- altına olan talep artmaktadır.

#### **1.4.5. Diğer Para Piyasası Araçları**

Yukardaki para piyasası araçları dışında kalan yatırım araçlarında diğer para piyasası araçlarını oluşturmaktadır.

#### **1.5. YATIRIM SÜRECİ**

Yukarıda tanımladığımız yatırım araçlarının işlem gördüğü yerleri ve nasıl işlem gördüklerine kısaca değinirsek ; tahvil, hisse senetleri, repo-ters repo yatırım araçları üzerinde yapılan işlemler İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) ; faiz, bankalar ve bankalararası piyasada (tezgahüstü piyasalarda) ; döviz ise banka ve döviz bürolarında işlem görmektedir.

Yatırımcı faiz ve dövize yatırım yaparken birebir olarak bizzat banka veya döviz bürolarında işlem yapabilirken ; hisse senedi, tahvil, veya repo işlemleri için birebir işlem yapamaz. Ancak bu piyasada işlem yapabilmesi için ya bir bankanın ya da bir aracı kurumun aracılığına ihtiyaç vardır.

Yatırımcı hisse senedi için aracı kurum veya bankadan açtıracağı hesap üzerinden ; tahvil, repo ve hazine bonosu için yine banka veya aracı kurumda yatırım hesabı açarak, bu hesap üzerinden banka veya aracı kurumun yetkileri sınırında ve yetkili temsilcilerince oluşan piyasa koşullarında işlemlerini gerçekleştirebilir. Bir başka anlatımla organize bir piyasa olan borsada yatırımcı şu aşamaların gerçekleşmesi sonucunda işlemlerini yapabilmektedir.

1. Aracı kurum veya bankada yatırım hesabının açılması ;
2. Yetkili temsilciler tarafından işlemlerin yapılması ;
3. Yatırımcıların istediği fiyat ile piyasadaki fiyatın dengede olması gerekir.

Faiz, repo ve hazine bonosunda ise böyle bir sorun yoktur. Yatırımcı piyasada oluşmuş olan oranlar üzerinden birebir ilişkiler ile ve kendi isteği olursa yani ; o anki piyasa şartları yatırımcı için olumlu ise işlemlerini yapabilir.

Hisse senedi, tahvil ve diğer organize piyasalarda (altın, döviz v.b.) işlemler çeşitli saatler arasında gerçekleşir. Hisse senedi piyasasında işlemler iki seans halinde yapılırken ; tahvil ve repo-ters repo piyasalarında işlemler hemen hemen bütün gün içindeki mesai saatleri arasında işlem görmektedir.

## 1.6. YATIRIMCI

Elde ettiği kazancından bugünden tasarruf ederek yarın bu tasarrufunu da değerlendirerek daha fazla gelir elde etmek isteyen kişi veya kuruluştur.

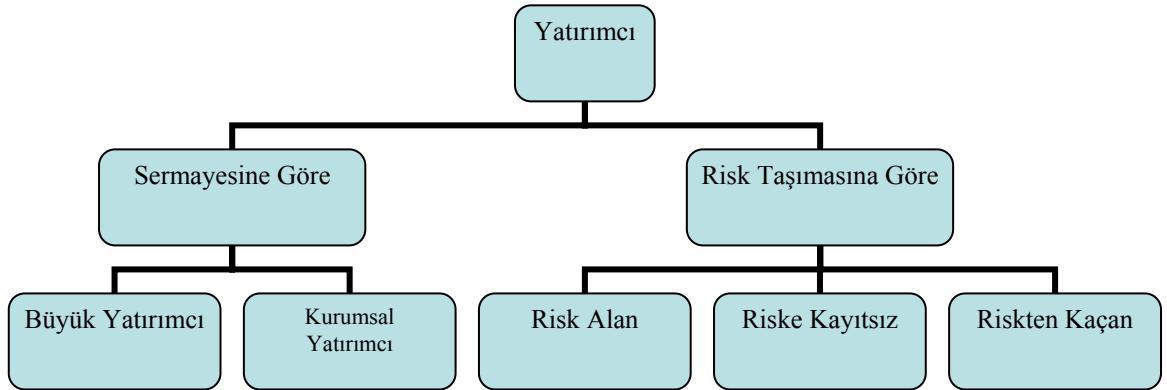
Buna göre yatırımcıyı iki ana grupta toplayabiliriz :

1. Sermayesine göre yatırımcı ;
2. Risk taşımasına göre yatırımcı.

Sermayesine göre yatırımcı, bireysel ve kurumsal yatırımcı olarak ikiye ayrılır.

Risk taşımasına göre yatırımcı ise ; risk alan (riski seven) ; riske kayıtsız ve riskten kaçan yatırımcıdır.

Tanımın daha açıklayıcı olması için şematik olarak gösterirsek ;



şekil 1 : Yatırımcıların Gruplandırılması

### 1.6.1. Sermayesine Göre Yatırımcı

- Bireysel yatırımcı ; Gelir seviyesi yüksek (büyük işletmelerin üst düzey yöneticileri ; büyük ortakları, orta büyüklükteki işletme sahipleri v.b.) ile kazançlarını tamamen bu piyasa faaliyetlerinden sağlayan profesyoneller, spekulatrler ve yabancı yatırımcı gruplarının yanısıra sabit gelirliler ve esnaf kesiminin oluşturduğu yatırımcıların bütününe denir. Bu grubun içerisinde yüksek sermaye birikimine sahip olanlar yatırımlarını yaparken daha profesyonelce davranmaktadır. Yüksek sermaye sahipleri yatırım kararı aldıklarında çoğunlukla piyasada

-borsa açısından- bir yükselişin başlayacağı düşünülür. Çünkü genelde iyi eğitimli, geniş ve yüksek bir piyasa bilgisine sahip olan bu yatırımcılar ; içinde buldukları piyasa koşullarını yakından tanıdıkları için kendilerine uygun olan piyasa koşulları oluştuğunda

hemen yatırım kararlarını gerçekleştirme yoluna giderler. Elleriinde bulunan sermayenin yüksek oranda olması risk taşıma yapılarını da etkilemekle ve riski dağıtabilmektedirler.

Bununla beraber sabit gelirlı veya esnaf kesiminin oluşturduğu grup ise sermaye piyasasını iyi bilmemesi ve ulaştıkları bilgilerin önemini kaybetmiş veya kaybetmek üzere olan bilgiler olması nedeniyle başarılı yatırım kararları verememektedirler. Genelde borsada yükseliş trendinin sonrasında veya düşüş trendinin başında yatırım kararı vermektedirler. Dolayısıyla yatırımlarının sonucunda ya az bir kâra razı olmaktadır veya zarar etmektedirler. Bundan dolayı bu grup borsaya karşı tedirgin ve temkinli yaklaşmaktadır.

Kurumsal yatırımcı ; sosyal güvenlik kuruluşları, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, emekli sandıkları, sigorta şirketleri, yatırım danışmanlığı şirketleri, portföy yönetimi şirketleri v.b. oluşturduğu şirketler kurumsal yatırımcı olarak adlandırılır.

Buna göre kurumsal yatırımcıyı tanımlarsak ; Anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olan ve sürekli fon girdisi sonucunda bir fon fazlası olan ; kısa sürede bu fonlara ihtiyaç duymayan kuruluşlardır. Bu kuruluşlar kamu kuruluşu olabileceği gibi özel sektör kuruluşları da olabilir. Dikkat edilirse tanımda “kısa süreli fon ihtiyacı olmayan” dedik. Kurumsal yatırımcının işte bu özelliği finans piyasasını olumlu yönde etkilemekte ve piyasada dengeleyici etki yapmaktadır.

### **1.6.2. Riske Karşı Yatırımcı Davranışları**

- Riski seven yatırımcı ; piyasa koşulları olumsuz da olsa veya olumsuz yönde eğilim gösterse dahi yatırımlarını devam ettiren ve bu olumsuzluktan kazanç elde etmeye çalışan yatırımcı tipidir. Bu yatırımcı piyasada oluşan riski görmesine rağmen bu oluşumdan kazanç elde etmeye çalışır. Çünkü bu tip yatırımcıya göre riskin yüksek olduğu yerde kazançta yüksektir.

- Riske Kayıtsız Yatırımcı ; Yaptığı yatırımlar ile portföyündeki yatırım araçlarının toplam riskini azaltan ve piyasada oluşan riskten veyan riskin asgarî olmasından etkilenmeyen ; her iki şarta göre portföydeki değerlerde bir denge sağlamaya çalışan yatırımcı tipidir. Bu yatırımcı riskli gördüğu piyasaya göre bu riskten etkilemeyecek veya normal piyasa koşullarına göre riski az olan yatırım araçlarına yatırım yaparak riske karşı kayıtsız kalır.

- Riskten Kaçan Yatırımcı ; bu yatırımcı tipinde yatırımcı riske karşı oldukça duyarlıdır. Yüksek kazanç olasılığını görse bile riski az olan yatırım aracını riski yüksek olan yatırım aracına tercih etmektedir. Diğer bir deyişle yatırımcı tasarrufunu daha garantili bulduğu tahvil veya hisse senetlerine yatırım yaparak değerlendirir.



Bu üç durumu grafik yardımıyla aşağıdaki gibi olur. <sup>5</sup>

## ŞEKİL GELECEK

Şekil 2 : Fayda, Verimlilik ve Yatırımcı Tiplemesi

### 1.7. PARA VE PARANIN ANLAMI

Ekonomide değişimleri yapmak için oldukça gerekli olan paranın kısa sürede tanımını yapmanın ve insan hayatında ne kadar önemli olduğuna değinmenin konumuza faydası olacağını düşünerek burada paranın tanımını yapmayı ve para talebinden bahsetmeyi uygun görüyorum.

Para ; malların değiştirilmesinde aracılık eden eşdeğer<sup>6</sup> ; ya da kullanılmaya hazır, likiditesi yüksek satın alma gücüdür. Efektif ve kaydı olabilen paranın üç fonksiyonu vardır. Bunlar : ödeme aracı olması, değer ölçüsü ve tasarruf aletidir.<sup>7</sup>

1900'lerden beri ekonomistler para talebini çeşitli yollardan açıklamaya çalıştılar. "İnsanlar niçin paraya ihtiyaç duyarlar?" sorusuna yanıt iki ana grupta toplanmıştır. <sup>8</sup>

1. Paracı yaklaşım ;
2. Neo-keynesyen (gelir-harcama yaklaşımı) yaklaşım

Paracı görüşe göre para tutmanın karşısında alternatif yatırım araçları (menkul kıymet ve gerçek mallar) mevcuttur. Yine paracı görüş para talebine daha çok harcama etkisi yönüyle yaklaşmıştır.

---

<sup>5</sup> JONES,P. Charles. TUTTLE, L. Donald. Essential of Modern Investments. s:353 the Ronald Press N.Y.1977.

<sup>6</sup> HANÇERLİOĞLU, Orhan. Ekonomik Sözlüğü. s:319, Remzi Kitabevi. İstanbul, 1986.

<sup>7</sup>

<sup>8</sup> KEYDER, Nur. Para-Teori-Politika. s: 251 Ortadoğu Teknik Üniversitesi. Ankara, 1991.

EASTERLIN, R.A. "Does Money Buy Happeness?" Puplic Interest. S: 30 1973.

Neo-keynesyen yaklaşımda ise, insanlar ; parayı, ihtiyat nedeniyle, ihtiyaçların karşılanması nedeniyle ve servet güdüsü nedeniyle talep etmektedirler.

Birçok birey için para kendine güven duyma yönünden oldukça önemlidir. Günümüzde bir toplumsal sınıfın üstüne çıkma eğilimi geçmişte olmadığı kadar yaygındır. Örneğin Easterlin'in<sup>9</sup> yaptığı bir araştırmaya göre ; araştırmada kullandığı deneklerden üst gelir grubundaki bir birey ; alt gelir grubundaki deneklerden malî yönden daha yüksek bir doyuma sahipti. Denek grubunda bulunan insanların yaşam düzeyleri tümüyle yükseltildiğinde, bu grup içindeki insanların yaşam düzeyleri ortalamasının üstünde yükselmiş olanların mutluluğunun diğerlerine göre daha fazla olduğunu belirlemiştir.

Paranın tüketicileri için çeşitli anlamları vardır. Para, evrensel birçok sorunun çözümcüsü gibi görülmektedir. Para ; bunalımla savaşmada, aile bireylerini yönetmede ve kendine güven kazanmada bir araç olarak kullanılır. Ayrıca, sevginin yerini alan güçlü bir araç olarak da anlam ifade eder. Uzmanların malî (finansal) yardımına gereksinim duyan çok sayıda tüketiciye, paranın anlamları yardım etmektedir. Günümüz uzmanlarının sunabildikleri yardım sınırlıdır. Bireylerden ve ailelerden, yaşantılarında paraya verdikleri önemi azaltmalarını beklemek için herhangi bir neden yoktur. Uzmanların yardımına gereksinim duyan malî sorunlu insanların sayısının artacağı beklenmektedir. Bu nedenle, eğitilmiş uzmanların da bu artışa koşut olarak sayılarının artması gereği vardır.

Bu gereklilik özellikle gelişen sermaye piyasalarında kendini daha da hissettirmektedir. İnsanlar için paranın bu denli önemli olduğu dikkate alınırsa, o zaman paranın doğru zamanda doğru yatırım araçlarında kullanılması gerekliliği daha da önem kazanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında-ülkemiz açısından- yeni gelişen sermaye piyasalarında deneyimli ve eğitilmiş uzman kişilerin ve portföy yöneticilerinin önemi artmaktadır. Çünkü deneyimli ve eğitilmiş yöneticileri paranın doğru değerlendirilmesinde hatırı sayılır bir katkıları olacağı gerçektir.

## 2. YATIRIM ANALİZİ

### 2.1 Tasarruf ve Yatırım Kararı

İktisat bilimi içerisinde oldukça önemli bir yere sahip olan tasarruf ve tasarrufa ilişkin yaklaşımlar ayrı bir çalışma olarak irdelenecek kadar geniştir. Ancak bizim konumuz içerisinde oldukça önem taşıyan tasarrufu açıklamadan geçmek elbette yanlış olur. Bunun için tasarrufun tanımlanmasında fayda vardır.

Tasarruf ; gelirden, tüketim harcamaları için kullanılmayıp arta kalan kısma denir.<sup>10</sup> Diğer bir anlatımla tasarruf ; elde edilen gelirden bugünden harcamalarını kısıtlayıp gelecekte daha fazla gelir elde etmek için saklanan birikimdir. Fakat bu arta kalan gelir veya birikimin daha yüksek kazanç sağlaması için yatırıma dönüştürülmesi

<sup>9</sup> MASON, Jerald Wilton. "A Financial Planning and Counseling Perspective" American Behavioral Scientist Dergisi Vol : 35-No 6 s: 771-780 July 1992.

<sup>10</sup> ALKİN, Erdoğan. Gelir ve Büyüme Teorisi s: 12 Filiz Kitabevi. İstanbul, 1992.

gerekir. Bunun için yatırımcının finans piyasalarına yönelmesi gerekir. Çünkü sermaye piyasası bir çok yatırım aracını kapsadığı için daha cazip durumdadır.

Bir yatırımcı, tasarruflarını yatırıma dönüştürürken iki önemli faktör ile karşı karşıya gelir.<sup>11</sup> Bunlardan birincisi “Paranın Zaman Değeri” ; ikincisi ise “Risk”tir.

## 2.2. PARANIN ZAMAN DEĞERİ

Elde edilen gelirin – yüksek enflasyon olmasa da – ekonomik ve sosyal değişimlerin yarattığı etkenlerden dolayı zamana bağlı bir değeri vardır. Bir başka anlatımla ; gelecekte elde edilecek gelirin bugünkü elde edilen eş miktar ile aynı değerinde değildir. Çünkü paranın satın alma gücü ve yatırım faktörlerinin etkisiyle eldeki paranın 5.000.000.000. T.L. ile bir ev alınabiliyorsa, bir yıl sonra bu para ile aynı eve alınamayabilir. Çünkü zaman ve ekonomik değerler bu evin değerinde bir değer artışına neden olurken ; paranın yatırıma dönüşmemesi sonucu miktarında bir değişme olmasına rağmen değerinde bir düşmeye neden olur.

Ekonomide enflasyonist bir ortam var ise o zaman paranın zaman değerini dikkate alırken ayrıca enflasyon etkisini de dikkate almak gerekir. Burada özellikle dikkat edilmesi gereken budur. Paranın zaman değeri enflasyondan bağımsızdır. Fakat ekonomide birde enflasyon varsa o zaman paranın değerinde bunu da göz önünde bulundurmak gereklidir.

Öyleyse paranın veya elde edilen gelir değerlendirilirken “zaman değeri”de dikkate alınmalıdır. Böylece tasarruf yatırıma dönüştürülürken daha fazla bir kazanç elde edilmiş olunur.

## 2.3. RİSK

Karar veren kişi karar vereceği olayla ilgili muhtemel tüm sonuçları bilebilmesi ve bu sonuçların gerçekleşmesi konusunda olasılıkları da tahmin edebilmesidir.<sup>12</sup> Ya da risk ; gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkmasıdır. Buna göre finansal açıdan risk ; beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapmasıdır.

Genel olarak düşünülen en büyük hata riskin belirsizlik olarak tanımlanmasıdır ki bu tamamen yanlıştır. Çünkü bu iki kavram birbirlerinden farklılıklar içerir. Bundan dolayı burada belirsizliğin tanımını yapmalıyız.

Belirsizlik ; menkul kıymetlere yapılan yatırımların getirileri hakkında yeterli bilginin olmamasıdır.<sup>13</sup> Bir başka tanımla belirsizlik ; karar verenin ; gelecekteki olayların muhtemel sonuçlarını bilmekle beraber gerçekleşme olasılığını tahmin edememesidir.

Dikkat edilirse birbirine yakın gibi görünen ama iki farklı şeyi ifade eden bu kavramlar arasında bir fark vardır. Riskte olayların gerçekleşme olasılığı tahmin edilebilirken ; belirsizlikte bu olasılık tahmin edilememektedir. Dolayısıyla bu iki kavram

<sup>11</sup> BOLAK, Mehmet. Sermaye Piyasası, Menkul Kıymet ve Portföy Analizi s: 133 Beta Yayınları İstanbul, 1994.

<sup>12</sup> BOZKURT, Ünal. Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi s: 82 İktisat Bankası, Eğitim Yayınları. İstanbul, 1988.

<sup>13</sup> CEYLAN, Ali-KORKMAZ, Turhan. Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi s: 31 Ekin Yayınları. Bursa, 1995.

arasında bir geçiş vardır. Bu geçişi sağlayan şey ise BİLGİ (ENFORMASYON)'dir. Diğer bir anlatımla belirsizliği ortadan kaldıran ve bunu riske dönüştüren bilgidir, bu bilgi akışının sürekliliğidir. Çünkü yatırım için karar veren olan kişi eğer o konu hakkında bilgi sahibi değilse önünü göremez ve doğru yatırım kararı veremez. Eğer yatırım kararı verecek olan kişi o konu hakkında yeterli bilgiye sahipse ; bu bilgilerin ışığında yatırım yapılıp yapılmamasını değerlendirecek ve daha doğru kararı verecektir. İşte bu kararın verilmesi geleceğe yönelik riskin alması olacaktır.

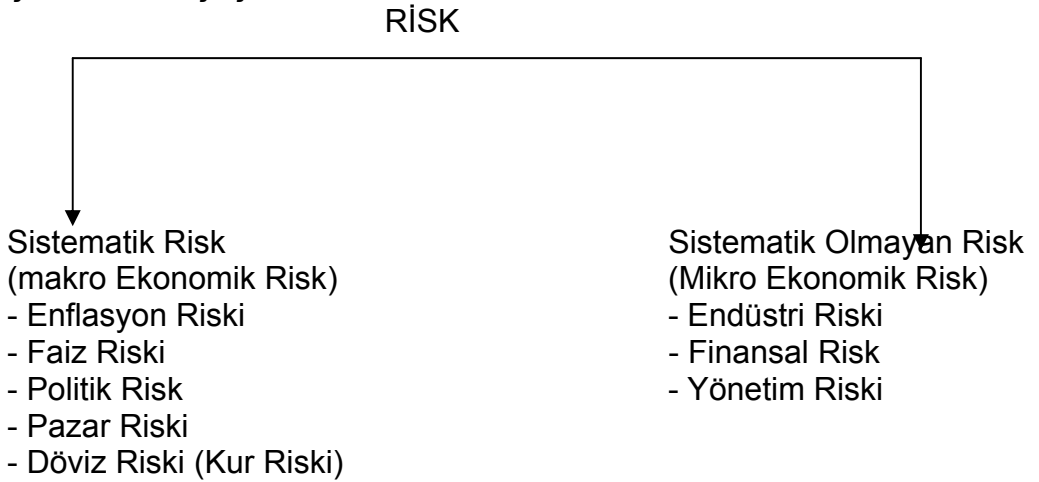
Riski oluşturan pek çok etmen vardır. Bunların bir kısmı makro ekonomik nedenlerden ; bir kısmı da mikro ekonomik nedenlerden kaynaklanmaktadır. Genel olarak risk iki grupta incelenir : <sup>14</sup>

1. Sistematik risk

2. Sistematik olmayan risk.

Riski şematik olarak şöyle gösterebiliriz.

Şekil 3. Risk Çeşitleri



Sistematik risk ; genel ekonomik nedenlerden (makro ekonomik nedenlerden) kaynaklanırken ; sistematik olmayan risk ise işletme ve işletmenin içinde bulunduğu sektörden (mikro ekonomik nedenlerden) kaynaklanır. Her iki risk kavramını birlikte ele aldığımızda ise o zaman karşımıza “Toplam Risk” kavramı çıkar. Yatırımcı yatırım kararını verirken her iki risk kavramını da dikkate alması gereklidir.

Toplam riski grafik olarak çizersek :

<sup>14</sup> BOZKURT, Ünal. A.G.E. s: 83.

#### Şekil 4: Toplam Risk

Grafikten görüldüğü gibi oluşturulan bir portföyde ; portföy riski ile portföydeki yatırım araçları arasında bir ilişki kurulduğunda sabit olan bir risk vardır. Bu riske sistematik risk denir. Risk hiçbir zaman “sıfır” olmaz yada ortadan kalkmaz. Sistematik risk bunu ifade etmektedir. En azından ülke riski dediğimiz ülke ekonomisinin krize girmesi nedeniyle borçlarını (dolayısıyla tahvillerini) ödeyememesi durumu oluşabilir. Örneğin 27 Ekim 1997’de ortaya çıkan “Asya krizi” sonrasında Güney Kore devlet olarak iflasın eşiğine geldi. Yine bu kriz sonrasında Endonezya’da Ülke ekonomisinde kriz baş göstermiş ve devlet yönetimi ciddi sarsılmış ; hükümet istifa etmek zorunda kalmıştır.

Sistematik olmayan risk ise sistematik riske bağlı olarak ve ondan ayrıca ortaya çıkan bir risktir. Bu risk tamamen sektör içinde ; daha altı bir değerlendirme ile işletme bazında ya işletmenin yönetiminden ya da malî yapısından dolayı ortaya çıkan riski ifade etmektedir. Dolayısıyla bu işletmeyi temsil eden menkul kıymetlerin değerinde bir değişmeye neden olur.

Toplam risk ise bu iki riskin birlikte ele alınmasını ifade etmektedir. Yani bu iki riskin birlikte değerlendirilmesi demektir. Toplam risk yatırımcıya taşıyacağı azamî riskin büyüklüğünü gösterir ve yatırımcı buna göre yatırım kararını gerçekleştirir.

Buradan riskin kaynaklarına göre türlerini incelemeye geçebiliriz.

#### **2.3.1. Sistematik Risk ve Türleri**

Sistematik risk ; genel ekonomik nedenlerden ve siyasî gelişmelerden kaynaklanan, konjonktürel değişimler, dış ticaret dengesi, GSMH, ekonomideki büyüme v.b. ile siyasî yapılanma ve bu yapılanmanın aldığı kararların makro ekonomik dengeler üzerine yaptığı değişimlerden kaynaklanan risktir. İster ulusal, ister uluslar arası ekonomideki konjonktürel değişimler finansal yatırımları doğru orantılı olarak etkiler. Diğer bir anlatımla yatırımcı ; yatırım kararını verirken ekonomik konjonktürde olumlu yönde bir gelişme görüyorsa-kazanç elde edeceğini düşündüğünden- finansal yatırımlarını gerçekleştirirken ; tersi bir durum söz konusu olduğunda ise yatırımlarını gerçekleştirmekten vaz geçecektir. Keza yine aynı şekilde ülke yönetiminde istikrarsızlık

varsa yatırımcı bu durumda da yatırımını ya erteleyecek ya da yapmayacaktır. İşte bu durum ve gelişmeler yatırımcı için risk unsuru olacaktır.<sup>15</sup>

Şimdi sistematik risk türlerini inceleyebiliriz :<sup>16</sup>

**a. Enflasyon Riski** : Fiyatlar genel seviyesindeki artış nedeniyle paranın satın alma gücünde meydana gelen düşüş menkul değer yatırımlarının verimliliğini etkiler. Enflasyon oranı bir belirsizliktir ve yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir. Dolayısıyla enflasyon oranı yatırımcılar için bir risk unsurudur. Yatırım kararları alınırken enflasyon oranı yatırımcılar için bir kriter olur. Çünkü enflasyon oranı ekonominin gidişatı hakkında bilgi verir. Eğer enflasyon oranı yükselme eğiliminde ise yatırımcı yatırımlarını yaparken daha temkinli olur ve menkul kıymetler yerine alternatif yatırım araçlarına yönelir.

**b. Faiz Oranı** : Enflasyonun yakından etkilediği faiz oranlarındaki değişimler yatırımcıların kazanmasına ya da zarara uğramasına neden olur. Enflasyon artış eğiliminde ise faiz oranları da artış yönünde olacaktır. Faiz oranlarında artış olması menkul kıymet getirilerini etkiler. Yatırımcı faiz oranlarındaki gelişmeleri yakından izlemeli ve buradaki değişimlere göre yatırımlarını gerçekleştirilmelidir.

**c. Piyasa (Pazar) riski** : Ekonomide meydana gelen bir durgunluk, tüketim eğiliminde ve zevklerde meydana gelen bir değişim, ani bir savaşın meydana gelmesi v.b. etmenler menkul kıymet pazarlarını ve getirilerini yakından etkiler. Örneğin şubat 1998'de meydana gelen "Körfez Krizi" ile İMKB ve finans piyasaları yakından etkilenmiş ve özellikle İMKB'de hızlı düşüş olurken ; faiz ve dövizde ise yükselişler başlamıştır.

**d. Politik Risk** : Aslında politik risk ile piyasa riski iç içedir. Dünyada veya yatırımın yapıldığı ülkede oluşan siyasî bunalımlar, ekonomik krizler bir belirsizlik unsurudur ve yatırım kararlarını etkiler. Siyasî otoritenin istikrarsız bir görünümü varsa bu direkt olarak finans piyasalarını etkileyecektir. Çünkü yatırımcı bir yatırım kararını gerçekleştirirken aradığı önemli bir kriterde siyasî istikrardır.

**e. Kur (Döviz) Riski** : Yabancı paraların değerinde meydana gelen değişim ile ortaya çıkan bir risktir. Yatırımcılar bir yatırım aracı olarak değerlendirdikleri dövizde ; yaptıkları yatırımdan daha fazla bir artış varsa veya olma ihtimalini görüyorsa yatırımlarını iyi değerlendirememiş olduklarına inanırlar ve yatırımlarını bu yatırım aracına yöneltirler. Dövizde meydana gelen artış aslında ülke ekonomisindeki ödemeler dengesinde meydana gelen ve bu dengesizliğin sonucu ortaya çıkan enflasyonun bir sonucudur. Yatırımcı yatırımlarını değerlendirirken en azından enflasyon oranındaki artış kadar getiri olması gerektiğini düşünür. Çünkü böylece tasarruflarının satın alma gücünü bir nebze (burada paranın zaman değerini dikkate almıyoruz) korumuş olur. Yani yatırımcı için bir önemli kriterde kurlarda meydana gelen değişimdir.

### 1.3.2. Sistematik Olmayan Risk

<sup>15</sup> CEYLAN, Ali. KORKMAZ, Turhan A.G.E. s:33

<sup>16</sup> BOZKURT, ünal A.G.E. s: 84

Bu risk aslında bir mikro ekonomik analizi içerir. Bir başka anlatımla işletme ve endüstrilerin yapısını daha ayrıntılı olarak incelenmesi ile elde edilen sonuçlara göre yatırım kararının gerçekleştirilmesidir.

Sistematik olmayan risk türleri ise şunlardır :

**a. Finansal Risk :** İşletmelerin malî durumlarını açıklayan, bankalardan aldıkları krediler, borçları, gelir-gider dengesi gibi malî yapısı ile ilgili bilgilerinin (bilançosunu) ayrıntılı değerlendirilmesidir. İşletmenin bilançosunda ayrıntılı olarak bulabileceğimiz bu verilerin arasında genel finans kurallarına göre bir orantı olması gerekir. “Rasyo” olarak adlandırdığımız bu oranlardan çıkan sonuç işletmenin malî durumu hakkında daha sağlıklı yorum yapılmasını sağlar. Rasyolarla işletmenin o anki statik ve dinamik değerlerini görürüz. Bu verilerle işletme yükümlülüklerini ne ölçüde yerine getirdiği yatırımcılar tarafından incelenir. İşletmenin borçluluğunun artması, kârlılığının azalması, satışlarının düşmesi, Pazar payının gerilemesi gibi etkenler yatırımcı için risk unsurudur ve bunlara ait en iyi verileri finansal yapısı içerisinde bulabilir. Yatırımcı işletmeye ait bu verilerle o işletmenin risk durumunu değerlendirir ve yatırımına karar verir.

**b. Endüstri Riski :** İşletmenin içinde bulunduğu endüstri ve buna bağlı olarak işletmenin o endüstri içindeki konumu yatırımcı açısından önemlidir. Yani işletmenin endüstri içinde tekel konumunda olması veya tam rekabet şartlarının olması, endüstrideki para-mal dönüşümü yatırımcının kararını etkiler. Belki işletmenin durumu finansal açıdan iyi olabilir ama içinde bulunduğu endüstride bir daralma varsa bu o işlemeyi etkileyecektir.

**c. Yönetim Riski :** İşletme yöneticilerinin hatalarını ortaya koyan risktir. İşletme yönetiminin yapacağı hatalar işletmeyi direkt etkileyeceğinden yatırımcı işletmenin verimliliği hakkında bilgi edinirken yararlanacağı önemli bir kriter olacaktır. İşletme yönetiminin alacağı her karar yönetim anlayışı, kararları uygulama kararlılığı işletmenin gelişmesi ve büyümesi üzerinde olumlu-olumsuz etki yapacaktır. İyi yönetilen işletmenin itibarı her zaman yüksektir.

## 2.4. RİSKİN ÖLÇÜLMESİ

Hisse senedi değerlemesinde büyük önem taşıyan risk ölçümünde iki yaklaşım sözkonusudur.

- Her bir hisse senedinin tek tek riskinin değerlendirildiği “Hisse senedi yaklaşımı”,

- Hisse senetlerinin bir bütün olarak ele alındığı ve riskinin ölçüldüğü “Portföy yaklaşımı”dır.

**2.4.1. Hisse Senedi Yaklaşımı :** Hisse senedi yaklaşımına göre her bir hisse senedi pazardaki diğer hisse senetlerinden bağımsız olarak ele alınması ; yalnız kendi risk ve verimine göre değerlendirilmesidir.<sup>17</sup> Böylesi bir değerlendirmenin nedeni ise

<sup>17</sup> KARAŞİN, Gültekin. Sermaye Piyasası Analizleri. s: 101 SPK Yayın No : 4. Ankara, 1986.

pazardaki bir hisse senedinin riskinin kendisi dışındaki hiçbir hisse senedinin verimi ile ilişkili olmadığı görüşü yatmaktadır. Yatırımcı ; sadece hisse senedinin kendi risk ve verimine ve bu veriler arasındaki ilişkilere bakarak o hisse senedine yatırım yapıp yapılmayacağına karar verir. Burada yatırımcının riski ; o hisse senedinden sağlayacağı verimin beklenen verimden daha az olmasıdır.

Beklenen verim ise ; menkul değer yatırımlarında gerçekleşme olasılığı en yüksek olan değerdir. Bu değeri ölçmek için ilk önce menkul değer yatırımlarında gerçekleşmesi muhtemel değerlerle bu değerlerin gerçekleşme olasılığı tahmin edilmelidir. Olasılıklar geçmiş dönemlerde yatırım performansı dikkate alınarak belirlenebilir. Örneğin A, otomotiv üreticisi ve B, gıda maddeleri üreten iki hisse senedi şirketini ele alalım.

#### A hisse senedi

Ekonomik Durum	Ekonomik Durum Olasılığı	A'nın beklenen verimi
İyi	0.30	% 100
Normal	0.40	% 15
Kötü	0.30	% 70

#### B hisse senedi

Ekonomik Durum	Ekonomik Durum Olasılığı	B'nin beklenen verimi
İyi	0.30	% 20
Normal	0.40	% 15
Kötü	0.30	% 10

Ekonomideki durum ile bu durumlarda ekonomideki beklentilerin gerçekleşme olasılıkları ve bu olasılıkların ışığında sektörlerdeki beklentiler yukarıda belirtilmiştir.

Beklenen verim ; bir muhtemel getiriye olasılıkları ile çarpıp toplanmasını ifade eder.

A hisse senedi için bu değerlendirme yapıldığında ;

Ekonomik durum	(1). olasılık	(2). Beklenen getiri	(1)*(2)
İyi	0.30	% 100	% 30
Normal	0.40	% 15	% 6
Kötü	0.30	- % 70	- % 21

Beklenen verim : % 15

Beklenen verim için kullanılan formül ;

$$E (r_j) = \sum_{i=1}^N P_i \cdot r_{ij}$$



$$i = 1$$

$E(r_j)$  = J hisse senedinin beklenen getirisi,

$r_{ij}$  = J hisse senedinin "i"ci beklenen getirisi,

$P_i$  = "i"ci beklenen getirinin olasılığı (Bu değerin toplamı 1'den büyük olamaz.)

N = Muhtemel sonuç sayısı.

Standart sapma, hisse senedi yaklaşımına göre, hisse senedinin riskini ölçen istatistiksel bir değerdir. Getirilerin olası değerleri arasında büyük farklılıklar varsa, getirilerin olasılık dağılımı şiddetli olmakla ve hisse senedinin riskli olduğu ortaya çıkmaktadır. Risk, getirilerin dağılımının değişkenliği olarak kabul edilirse ; o zaman dağılımın değişkenliğini ölçen standart sapma da risk ölçüsü olmaktadır. Standart sapma, menkul kıymetin beklenen getirisinden farklı bir getiri ile karşılaşma olasılığının bir göstergesidir. Yapılan bir tahminde standart sapma ne kadar küçükse, menkul kıymetin beklenen getirisine ilişkin tahminin doğruluk derecesi o kadar büyük ve beklenenden farklı bir getiri ile karşılaşma olasılığı da o kadar düşük olmaktadır.<sup>18</sup>

Standart sapmayı hesaplamak için önce beklenen verimin hesaplanması gerekir. Daha sonra beklenen getiri ile olası getiri arasındaki sapma bulunur.

**2.4.2. Portföy Yaklaşımı :** Portföy yaklaşımında risk ölçümü, portföyü oluşturan hisse senetlerinin birbirlerinden ayrı olarak değil ; bir bütün halinde ele alınır. Hisse senetlerinin bir bütün olarak analiz edilmesinin sebebi ise ; Markowitz'den itibaren menkul kıymetler arasında aynı veya ters yönlü bir ilişkinin varlığının farkına varılmış olmasından dolayıdır.<sup>19</sup>

Bu yaklaşıma göre yatırımcı ; herhangi bir menkul kıymete yatırım kararı verirken ; karar vermesini etkileyen temel neden ; o menkul kıymetin risk ve getiri dereceleri değil, bunların portföy risk ve getirisi üzerindeki etkisidir. Yani yatırımcının amacı belirli bir risk derecesinde kârlılığı en yüksek tutmak, ya da belirli bir kârlılıkta riski en aza indirecek bir portföy oluşturmaktır.

Yatırımcı, sağlayacağı kârlılığın varyansının yüksek olduğu bir menkul kıymeti, hisse senedi yaklaşımına göre riskli olarak değerlendirirken ; portföy yaklaşımında aynı menkul değeri portföy içindeki diğer menkul kıymetlerin kârlılığı ile negatif bir ilişki içinde olduğu sürece portföyün genel kârlılığı açısından olumlu olacaktır. Belki de böyle bir menkul kıymet portföy değerinin taşıdığı toplam riski düşürücü bir etki de yapabilmektedir.

Portföy riskinin ölçülmesi ; tek bir menkul değer riskinin ölçülmesinden oldukça farklı ve daha karışıktır. Çünkü bu yaklaşımda risk sadece menkul kıymetin sağlayacağı getirinin standart sapması ile değil, aynı zamanda portföye dahil menkul kıymetlerin getirileri arasındaki kovaryans ve korelasyon katsayıları ile ölçülmektedir. Kovaryans,

<sup>18</sup> BORRY, C.B. "Limited Information as A Source of Risk" Journal of Portfolio Management s : 47 N.Y. 1986.

<sup>19</sup> FONG, H.G. "A Risk Minimization Strategy For Portfolio Immunization" Journal of Finance, December, 1984.

portföye dahil menkul kıymetlerin getirileri arasındaki pozitif veya negatif bir ilişkiyi ortaya koyarken ; korelasyon katsayısı ise, ilişkinin şiddeti hakkında bilgi veren bir istatistiksel tekniktir.

Bir menkul kıymetin getirisinin standart sapması yüksek olabilir. Fakat bu menkul değer portföye alındığında diğer menkul kıymetlerin getirileri arasında negatif bir ilişki portföyün getirisinin olmasında katkıda bulunmaktadır. Portföye dahil edilen bir menkul değer portföyün toplam riskini düşürebilir.

## 2.5. HİSSE SENEDİ VERİMİ VE RİSK İLİŞKİSİ

Hisse senedine yatırım yapan bir yatırımcı, yapmış olduğu yatırımdan bir verim beklemektedir. Aksi takdirde yatırımcı elindeki hisse senetlerini çıkaracak ve daha verimli yatırım araçlarına yönelecektir. Menkul kıymetlerin portföyde kalmasının nedeni, yatırımcıya sağlayacakları verimdir.

Hisse senetlerinin verimi statik bir yapıya sahip değildir. Uzman bir yatırımcı tarafından oluşturulan portföylerde bile bazı hisse senetleri zaman içerisinde çeşitli nedenlerden dolayı etkinliklerini kaybederken ; portföy dışında kalan hisse senetlerinin verimlerinde ise artış olabilmektedir.

Hisse senedi verimi bir dönem boyunca hesaplanan bir değerdir.<sup>20</sup> Bir dönemde sermaye arttırımına giden işletmelerin, bu sermaye arttırmalarını bedelli veya bedelsiz gerçekleştirmeleri, rüçhan hakkını kullanmaları, yatırımcının kazancını etkilemektedir. Çünkü hisse senetlerinin sayısının arttırılması “hisse senetlerinin sulandırılması” etkisi yapmaktadır ve bu hisse senedi verimini etkilemektedir.<sup>21</sup>

Hisse senedinin dönemsel verimini şu şekilde formüle edebiliriz :

$$r_t = \frac{(P_{t+1} - P_t) + dt}{P_t}$$

$r_t$  = Dönemsel verim,

$P_{t+1}$  = Dönemsonu Pazar fiyatı,

$P_t$  = Dönembaşı Pazar fiyatı,

$dt$  = Döneme ait kârpayı.

Piyasada mevcut hisse senetlerinin verimliliği ; pazar verimliliği ile pazardaki herhangi bir hisse senedinin verimliliği arasında doğrusal bir ilişki olup ; bu ilişki “karakteristik doğru denklemi” olarak tanımlanan denklem ile formüle edilmektedir.<sup>22</sup>

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot r_{mt} + E_{it}$$

<sup>20</sup> SARIKAMIŞ, Cevat. Sermaye Pazarı s: 49 Alfa Yayınları İstanbul, 1995.

<sup>21</sup> LEFFLER, G.L. FARWELL, L.C. The Stock Market. s: 620 The Ronald Press Co. New York.

<sup>22</sup> FRANCIS, J.C. Investments, Analysis and Management s: 300 Mc Graw-Hill Book Company. New York, 1976.

$r_{it}$  = "i" hisse senedinin verimi,

$t$  = Gözlenen dönem,

$\alpha_i$  = Alfa katsayısı,

$r_{mt}$  = Pazarın verimi,

$\beta_i$  = Beta katsayısı (karakteristik doğrunun eğimi)

$E_{it}$  = Tesadüfi hata payı.

Karakteristik doğru, hisse senedi verimi ile pazar veriminin dağılımını en iyi temsil eden doğrudur ve en küçük kareler yöntemi ile hesaplanmaktadır.

### Şekil 5 : Karakteristik Doğru

$\alpha_i$  katsayısı sabit bir katsayı olup, doğrunun eksenini kestiği noktayı gösterir. Yani, piyasa verimi sıfır olduğunda hisse senedinin veriminin ne olacağını gösterir. Alfa'nın pozitif değer istenen ; negatif değeri ise istenmeyen bir durumdur.<sup>23</sup>

Beta katsayısı ise karakteristik doğrunun eğimini göstermektedir. Pazar veriminin, hisse senedi verimine olan etkisi doğrudan doğruya beta değerine bağlıdır.

## 2.6. RİSK VE GETİRİ

Risk ile getiri arasındaki ilişki ; doğru orantılıdır. Risk arttıkça getiride artar ; tersi bir durumda ise risk az olduğunda getiride azalır. Bir başka anlatımla ne kadar yüksek oranda getiri elde etmek isteniyorsa; o kadar yüksek oranda da riske katlanmak gerekir. Normal şartlar altında insanlar sıkıntı yaşamadan, fazla stres yaşamadan, bir kazanç elde etmek isterler. Yani gönül rahatlığıyla kazanç elde etmek isterler. Dolayısıyla

---

<sup>23</sup> SHARPE, William, F. Investments, s : 106 Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1976.

yatırımlarını daha az riskli ama buna rağmen getirisi güvencede olan yatırımları tercih ederler. Fakat bir kesimde daha fazla kazanmak için daha fazla riske girerler.

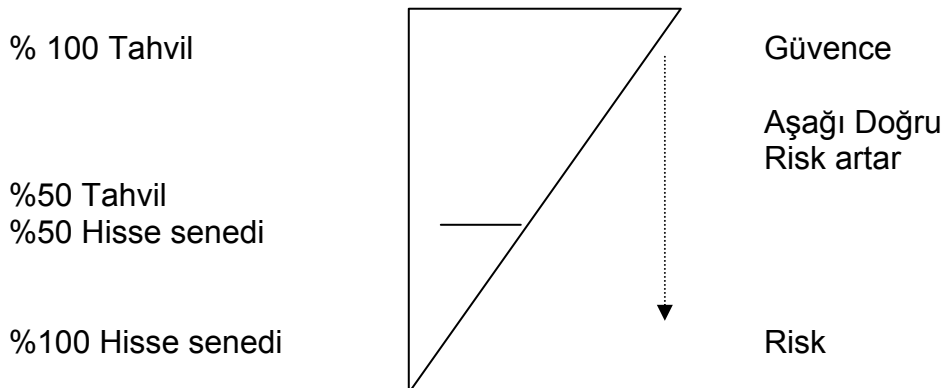
### Şekil 6: Risk ve Getiri İlişkisi

Şekilde riski dikey ekseninde, getiriyi de yatay ekseninde gösterdiğimizde ; yukarıdaki tanımda da belirttiğimiz gibi aralarında bir doğrusal ilişki oluşur.

Burada riski ele alırken belirtilen toplam risktir. Toplam risk içerisinde hem makro hem de mikro ekonomik etmenler vardır. Yatırımcı yatırımlarını yalnızca bir menkul kıymette değerlendirdiğinde aslına büyük oranda bir risk altına girmiş oluyor. Bu risk durumu karşısında yatırımcının taşıdığı risk ile beklentileri gerçekleşirse büyük oranda kazanç elde ederken ; tersi bir durumda , yani yüksek orandaki riske rağmen beklentileri gerçekleşmezse o zaman büyük oranda zarar etmiş olacaktır.

Ancak bu doğru orantı da getiri yönünde bir sapma sağlanabilir. Ama bu risk asla “sıfır” olmaz. Riske rağmen getirinin yüksek olmasını sağlamak için yatırım yapılacak menkul kıymetlerin temel ve teknik analizlerinin yapılması gerekir. Böylece yapılacak menkul kıymet yatırımında daha doğru karar verilmiş olunur.

Sermayesi ne olursa olsun yatırımcı yüksek risk istemiyorsa ama bunun yanısıra getiri elde etmek istiyorsa o zaman sabit getirili menkul kıymetlere yönelecektir. Bir başka anlatımla yatırımcı sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapmasını ; hisse senedi gibi getirisi belli olmayan menkul değerlere yatırım yapmaya tercih etmesinin nedeni ; hisse senedindeki riskin sabit getirili menkul kıymetlere oranla daha yüksek olmasıdır.



## Şekil 7: Risk ve Menkul Değer İlişkisi

Şematik olarak yukarıdaki gibi bir şekil çizersek ; yatırımcı kendini risk yönünden asgari bir noktaya getirmesi için oluşturacağı portföyünün tamamını (yani %100 tahvil) sabit getirili menkul kıymetlerde değerlendirecektir. Çünkü burada taşıyacağı risk aslında sistematik risktir. Katlanacağı risk tahviline yatırım yaptığı ülkenin makro ekonomik dengeleri ve buna bağlı olarak borçlanma gücü ile doğru orantılıdır.

Eğer yatırımcı portföyünün yarısını sabit getirili, yarısını da hisse senedinde değerlendiriyorsa o zaman sistematik riskin yanısıra sistematil olmayan riske de katlanacaktır. Fakat bu risk portföyün ancak yarısı için geçerli olacaktır.

Yatırımcı portföyünün tamamını (yani %100 hisse senedi) hisse senedinde değerlendirirse o zaman taşıdığı risk oranında bir artış olacaktır. Çünkü yatırımcı burada toplam riske katlanmak zorunda kalacaktır. Dolayısıyla yatırımcının riski artmış olacaktır.

Taşıdığı riske göre üç grupta ele aldığımız yatırımcı tiplerini bu analiz içinde ele alırsak .

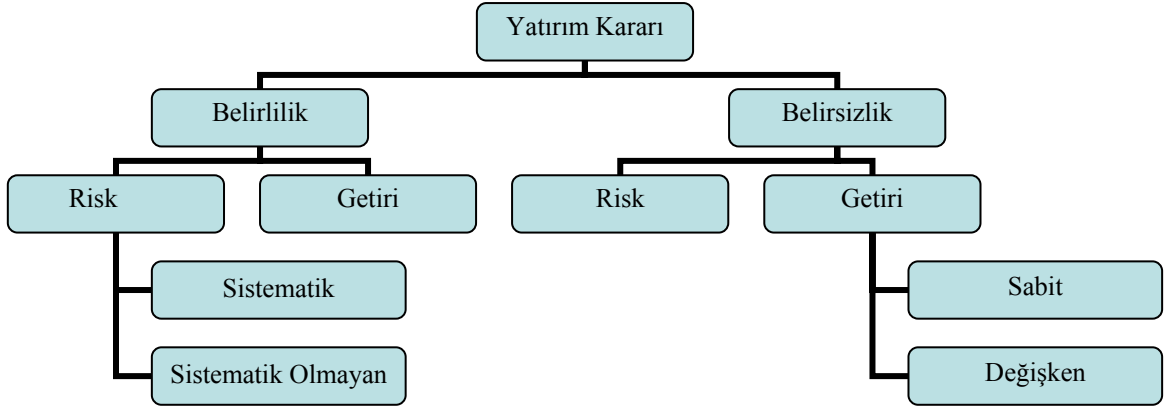
- Riskten kaçan yatırımcı ; yüksek oranlı riske katlanmak yerine kendini güvende hissedeceği yatırım aracını tercih edecektir ve menkul kıymet olarak tahvili seçecektir.

- Riske kayıtsız yatırımcı ise taşıdığı riskte bir denge oluşturmak için portföyünü riske karşı kayıtsız hale getirmiş olacaktır.

- Riski seven yatırımcı ; portföyünü oluştururken yüksek getiri elde edebilmek istediğinden bunu gerçekleştirmek için yüksek riske katlanacaktır. Bu yüzden portföyünün tamamını hisse senedinden oluşturacaktır.

Buradaki yatırım araçları yalnız tahvil ve hisse senedinden ibaret değildir. Bunlar en uç noktalardır. Halbuki bu uç noktalar arasında taşınacak riske göre portföye faiz, hazine bonusu, repo gibi yatırım araçlarını da ekleyebiliriz. Riske karşı kayıtsız yatırımcı aslında portföyünde tahvil ve hisse senetleri yanısıra diğer yatırım araçlarını da bulundurabilir.

Portföy yöneticisi veya yatırımcı yatırım kararını alırken gerek ekonomide gerekse siyasî ortamda hangi gelişmelerin olduğunu yakından takip etmelidir. Öncelikle yatırımcı içinde bulunduğu koşullarını analizini yapmalıdır. Buna göre yatırımcı öncelikle içinde bulunduğu ortamı belirlilik-belirsizlik olarak ele almalı ve değerlendirmelidir.



Yatırım Kararının Aşamaları

Belirsizlik ; daha önce tanımladığımız bu kavram ; kısaca gelecekteki gelişmeleri kestirememek, olasılıklarını tespit edememektir. Böylesi bir durumda yatırımcı menkul kıymetlere yatırım yaparken ya kısa vadeli sabit getirili olanları (repo, hazine bonosu v.b.) ya da faiz ve döviz tercih etmektedir. Çünkü yatırımcı bu noktada taşıyacağı riskin ne olduğunu görememektedir. Belirsizlik ekonomik veya siyasî gelişmelerden olsun öncelikle faizleri olumsuz etkileyecek ve hem faizde hem de dövizde yükselişin olmasına neden olacaktır. Yatırımcı burada riskli bulunduğu için yatırım araçlarından ya kaçacak ya da portföydeki ağırlıklarını azaltacaktır. Bu durum ekonomide veya siyasetteki belirsizlik ortadan kalkıncaya kadar devam edecektir.

Belirlilik durumunda ise gerek ekonomide gerekse siyasî arenada herşey olumlu yöndedir. Yalnız burada yatırımcı menkul değerlere yatırım yaparken taşıyacağı riski görmek ister. Eğer riske göre elde etmeyi beklediği getiri daha fazla ise o menkul kıymete yatırım yapmaya ; az ise diğer menkul kıymetler arasından seçim yapmaya yönelecektir. Yatırımcı buradan yatırım kararını menkul kıymetlerdeki riske göre gerçekleştirecektir.

## 2.7. PİYASA ANALİZİ

Piyasa analizi iki grupta yapılmaktadır :

1. Temel analiz
2. Teknik analiz

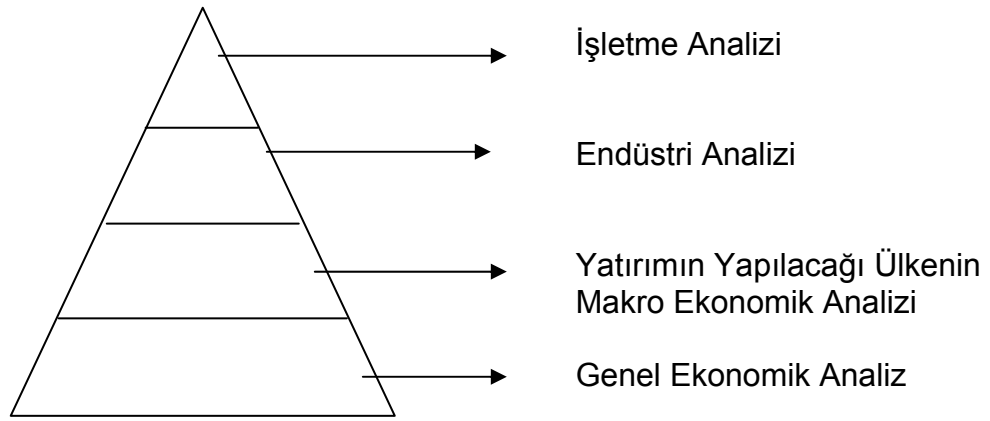
Yatırımcı yatırım kararını vermeden önce piyasa analizini yapmalıdır. Piyasa analizi aslında teknik bir konudur ve bilginin yanında tecrübe de gerektirir. İyi bir piyasa analizi sonucunda doğru zamanda doğru hisse senedine yatırım yapılırsa sonucunda iyi kazançlar elde edilir.

### 2.7.1. Temel Analiz

Hisse senetleri değerlendirirken ; temel analizin yeri oldukça önemlidir. Doğru hissenin seçilmesi için yatırımcı ekonomideki, sektördeki ve işletme bazındaki gelişmeleri doğru değerlendirmelidir. Kısaca “Doğru Hisse”nin seçimi temel analizden geçer. Ekonomik değerlendirmelerin tamamını kapsayan temel analiz yatırımcının karar vermede önemli kriteri olmalıdır. Böylece hisse senedinin fiyatını belirleyen kârlılık, likidite durumu, finansal yapısı dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet koşulları, ekonomik tahminler gibi temel olguların ve bu olguların hisse senedi üzerindeki etkileri analiz edilir.<sup>24</sup>

Temel analiz yapılırken içlem-kaplam ilişkisi kurulmalıdır. Bir başka anlatımla önce makro ekonomik gelişmeler irdelendikten sonra mikro ekonomik gelişmeler analiz edilmelidir. Mikro ekonomik gelişmelerde analiz sırasıyla önce endüstri, sonra da işletme analizi şeklinde yapılmalıdır. Böylece en genelden en ince ayrıntıya kadar gidilerek hisse senedinin olması veya olan değeri belirlenmiş olur.

Temel analizdeki bu içlem-kaplam ilişkisini şematik olarak gösterirsek :



Şekil 8 : Temel Analiz Yönteminin Aşamaları

Şimdi bu ekonomik analizleri sırasıyla kısaca inceleyelim.

- Genel Ekonomik Analiz : Dünyada yaşanan ekonomik konjonktürün geçirdiği evrelerin ve bu evrelere göre oluşacak olan gelişmelerin incelenmesidir. Bir diğer anlatımla ; son dönem itibarıyla ekonomide yaşanan durgunluk, kriz beklentileri, büyüme, dünya ticaretinin genel seyri gibi ekonomik verilerin irdelenmesidir. Çünkü dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler ülke ekonomilerini yakından etkileyecektir. Örneğin Ekim 1997’de “Asya Krizi” ile başlayan ekonomik sorunlar ; bu ülke ekonomileri ile ilişkili olan tüm ülkeleri az yada çok etkilemiştir. Bu etkileşim dünya ticaretini, ülkelerin üretim projeksiyonlarını çeşitli şekilde değiştirmiştir.

- Ülkenin Makro Ekonomik Analizi : Hisse senedine yatırımın kârlı olması güçlü ve büyüyen bir ekonomide daha fazladır. Çünkü büyüme gelir seviyesini arttıracak,

<sup>24</sup> BOLAK, Mehmet. A.G.E. s: 152.

buna bağı olarak tasarruflar artarken yatırımlar yapılacaktır. İşletmeler artan talep nedeniyle üretimlerini arttıracaklar ve ekonomide bir canlılık olacaktır. Makro analiz yaparken şu kriterler göz önüne alınmalıdır.<sup>25 26</sup>

- Milli gelir düzeyi ; bir ülkede belirli bir dönemde ekonominin yarattığı mal ve hizmetler toplamından amortisman payı yani ; mal ve hizmet yaratılırken meydana gelen yıpranma ile dolaylı vergilerin çıkarılması sonucunda ortaya çıkan parasal değer ifade edilir. Bunu formüle aktarırsak :

$$\text{Milli Gelir} = \text{Gayri Safi Milli Hasıla} - (\text{Amortismanlar} + \text{Dolaylı Vergi})$$

Şeklinde olur. Milli gelirdeki artış bireylerin daha fazla harcama yapmaları demektir. Bu da talebin canlanması ve ekonomide dönüşümün artması demektir.

- Yatırımlar ; üretim araçlarına yapılan harcamalara veya ekonomideki kapital stokuna belirli bir dönem içinde yapılmış olan eklemelerdir.<sup>27</sup> Özel sektör yatırımları ve stok değişimleri ekonomik durumla ilgili diğer göstergelerdir. Özellikle bu yatırımların ve teşvik belgelerinin sektörel dağılımı, sektörlerin büyüme potansiyeli hakkında bilgi vermektedir.

- İstihdam ; çalışma ve gelir sağlama kararında olan bireylerin, hizmetlerinden yararlanmak üzere çalıştırılmasına denir. Bir ekonomide istihdamın yüksek olması ekonomide canlılığın ve gelişmenin göstergesi olarak algılanır.

- Enflasyon ve faiz oranları ; kısaca bir ülke ekonomisinde belirli bir dönemde fiyatlar genel seviyesindeki artış olarak tanımlayacağımız enflasyon ; o ülkeye yatırım yapmak isteyen yatırımcıyı etkilemektedir. İlimli bir enflasyon yatırım yapma arzusunu ve işletme kârlılığını olumlu etkilerken ; yüksek enflasyon, faizlerin yükselmesine neden olduğundan yatırımcıyı olumsuz yönde etkilemektedir.

Faiz oranlarındaki artış, sermaye maliyetini arttırmakta bu da işletmenin kârlılığının azalmasına neden olmaktadır. Ayrıca faiz oranlarının yükselme eğilimi devletin ihtiyacının artmasıyla orantılı olarak artmaktadır. Faiz oranları ile GSMH arasında çok yakın bir ilişki vardır. Faiz oranlarının düşmesi ile tüketim artmakta veya artış eğilimi göstermektedir.

- Bütçe açığı ; bütçe açığının artması, ekonomik durumda kötüyle gidişin bir belirtisidir. Çünkü bütçe açığındaki artış enflasyonun ve faiz oranlarının yükselmesine yol açacaktır. Bu durum maliyetlere direkt yansıtacak ve ekonomideki hareketliliği etkileyecektir.

- Dış ticaret

- Parasal göstergeler (bunun için Merkez Bankası izlenmelidir.)

<sup>25</sup> BOZKURT, Ünal. A.G.E. s: 131.

<sup>26</sup> BOLAK, Mehmet. A.G.E. s : 152.

<sup>27</sup> ALKİN, Erdoğan. A.G.E. s: 12.



- İşsizlik

- Kamu harcamaları ; kamu harcamalarındaki artış, ekonomideki tam istihdama ulaşıncaya kadar reel milli gelirden ve toplam harcamalarda artışa yol açmaktadır. Ancak ülkede tam istihdam yokken ve ödemeler dengesinde ülke aleyhine bir gelişme varsa o zaman kamu harcamaları bütçe açığını arttırıcı etki yapacaktır.

Bu makro ekonomik analizin dışında ; daha sağlıklı karar verebilmek ve ekonomideki değişimleri görebilmek için çeşitli göstergelerin de takip edilmesi gerekir. Üç Başlıkta toplanan bu göstergeler şunlardır :<sup>28</sup>

- Öncü göstergeler ; ekonomideki dönüşümü ve sorunları 1-9 ay öncesinden önceden bildiren bu öncü göstergeler ;

- Menkul Kıymetler Borsası Endeksleri,

- Yeni İşyerlerinin Açılması,

- Sanayide İşçi Çıkarma Sorunları,

- Tüketim Malları için yeni talepler,

- Satıcıların Performansları,

- Stoklardaki Değişimdir.

- Destekleyici göstergeler ; öncü göstergelerdeki ortaya çıkan sonuçlara dayanarak ekonominin bir değişim içine girdiğine işaret eden göstergeler ;

- Tarım dışı Sektörlerde Çalışanların Sayısında Meydana gelen Artış,

- Sanayi Üretim endeksleri,

- Gecikmeli göstergeler ise ; ekonomide meydana gelen dönüşümlerden sonra ortaya çıkan göstergelerdir. Bunlar ;

- Sanayi ve Ticari Ürünlerde Meydana Gelen Stok artışları,

- Birim İşçilik Maliyetindeki Değişmeler,

- Banka Faiz Oranlarındaki Değişimdir.

- Endüstri analizi : Ekonomideki değişim veya hareketlilik bir bütün halinde hareket etse bile bütün sektörlerde bu hareketlilik birlikte olmaz. Aynı veya benzer özelliklere sahip üretim alanlarında benzer sorunlar ve sonuçlar yaşanır. Örneğin sıcakların artması ve yıllık izinlerin olması nedeniyle yaz döneminde turizmde büyük

---

<sup>28</sup> KARAN, Mehmet Baha. Portföy Yatırım Stratejilerinin ve Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi Bankalar Birliği Yayınları. Ankara, Şubat 1997.

canlılık gözükürken ; yatırımların arttığı dönemde ise çimento sektöründe hareket gözükür. Görülüyor ki ekonomideki hareketlilik her sektörde aynı hareketliliğe neden oluyor.

İşletmelerin faaliyette buldukları sektör hisse senetlerinin yaptıkları prim dahilinde etkili olmaktadır. Hammadde temininin kolay, rekabetin az olduğu alanlarda yer alan işletmelerle, piyasada büyük bir boşluğu dolduran ve faaliyette bulunduğu sektörde uzun süre doygunluk beklenmeyen işletmelerin hisse senetleri diğerleri arasından sıvılır ve pazarı yenerler. İşte bu yüzden işletmelerin içinde buldukları sektörün özelliklerini bilmek gereklidir.

Endüstri analizleri yaparken Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere has politik ve ekonomik şartları göz önünde bulundurmak gerekir. Çünkü bu gibi ülkelerde dışa bağımlılık, döviz riski, siyasî risk gibi etkenler sektörleri olumsuz yönde etkilemektedir. Endüstri analizleri, genellikle endüstrideki en kârlı işletmelerden en az kârlı olan işletmelere doğru sıralanır. Endüstrilerde çok çeşitli faktörlere göre karşılaştırma yapılır. Bunlar fiyat-kazanç oranı, özsermaye kârlılığı gibi faktörlerdir.

Endüstri analizinde şu çalışmaların yapılmasına dikkat edilmelidir.

- Endüstrinin tanımlanması ; Endüstrideki mal ve hizmetlerin özellikleri ve mal ve hizmetin endüstri üzerindeki etkisi gibi etkenler belirlenmelidir.

- Endüstrideki büyüme ; Bunun için endüstrinin hayat eğrisi oluşturulmalı, mal ve hizmetlerdeki satışların büyüme üzerindeki şiddeti incelenmeli ve enflasyon, faiz gibi ekonomik etkenlerin endüstri üzerindeki etkisi değerlendirilmelidir.

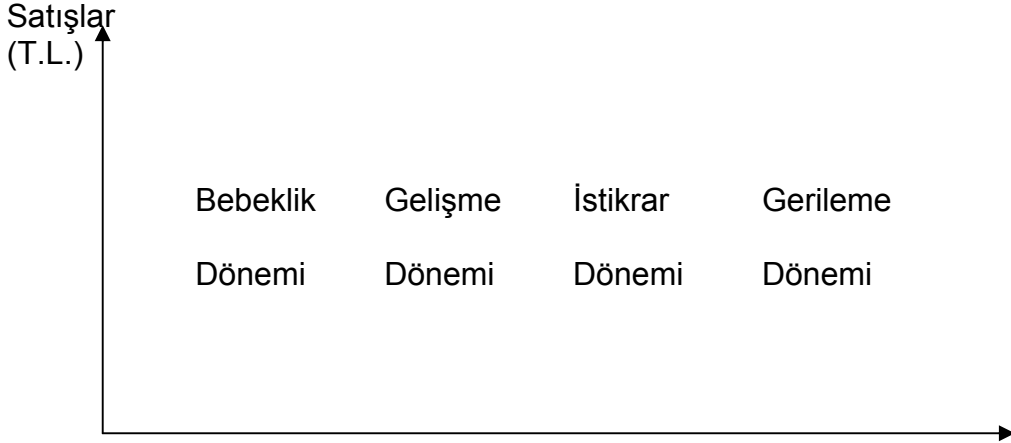
- Endüstrideki yurtiçi ve yurtdışı rekabet koşulları incelenmelidir.

Her endüstride aynı zamanda hareketliliğinin olmamasının nedeni ekonomik konjonktürün yapısı, siyasî kararlar ve tüketicilerin tercihlerindeki değişimlerdir. Bazı endüstriler konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız olarak gelişme içinde bazıları bir dengede, bazıları da ekonominin gelişme döneminde kâr ; gerileme döneminde ise zarar eder.<sup>29</sup> İşte endüstrinin hangi aşamada olduğunu görmek endüstrinin hayat eğrisi analizi yapılmalıdır. Dört aşamadan oluşan bu analize endüstri ; bebeklik dönemi ; büyüme dönemi ; istikrar dönemi ve gerileme dönemi olarak incelenir.

---

<sup>29</sup> BOLAK, Mehmet. A.G.E. s: 154.

Şematik olarak gösterirsek : <sup>30</sup>



Şekil 9 : Endüstri Hayat Eğrisi

Endüstri analizi yaparken-endüstrinin hangi aşamada olduğunu belirledikten sonra- fiyatlardaki eğilim, rekabet koşulları, teknolojik gelişmeler, işgücü durumu ve endüstri ile ilgili hükümet politikaları incelenmelidir. Hükümetin gelişmesi için teşvikler verdiği ve desteklediği endüstrilere yatırım yapmak elbette yatırımcılar için kazançlı olacaktır. Yine endüstride üretilen ürünlerin arz-talep dengesinin fiyatlar karşısında gösterdiği davranış ; bir başka ifadeyle ürünlerin elastikiyetiyle oldukça önemlidir.

- İşletme Analizi : İşletme analizi temel analizin son noktasıdır. Burada artık analiz olarak söz konusu işletmenin yatırım açısından uygun olup olmadığı incelenir.

İşletme analizi iki yönden yapılır.<sup>31</sup> İşletmenin ürettiği mal ve hizmetler ile Pazar payı, talep durumu gibi nitel etkenler ; işletmenin finansal yönden durumunun incelenmesi ; yani sayısal durumunun incelenmesi olan nicel etkenler yönden yapılır. Bu nitel ve nicel etkenleri şöyle açabiliriz.

Nitel yönden analiz yaparken :

- Üretilen ürünün kalitesi ;
- Pazarda tanıtılması ve ürüne olan talep ;
- Ürünün hayat seyri ;

<sup>30</sup> BOZKURT, Ünal. A.G.E. s : 138

<sup>31</sup> BOZKURT, Ünal. A.G.E. s : 144

- İşletmenin ürettiği ürünlerin başka ürünlere de talep yaratıp yaratmadığı incelenmelidir.

Nicel yönde analiz yaparken :

- Bilanço analizi ;
- Gelir tablosu analizi ;
- Fon-kaynak kullanımı analizi yapılmalıdır.

İşletme analizinde önemli olan işletmenin likidite durumu, üretilen malların dönme hızı, borç ödeme gücü ve sermayesine göre kârlılığıdır.

Nicel yönden yapılan analizlerden bilanço analizi ve gelir tablosu analizinin faydalarını belirtmek gerekir.

Bilanço analizi ; işletmelerin 3, 6, 9 ve 12 aylık dönemler halinde hazırladığı bilanço ile malî yapısının nasıl olduğunu görmek mümkündür. Bilanço analizi ile bir işletmenin, bir önceki döneme göre aktifleri ve pasiflerindeki değişimler hem yüzdesel hem de oransal olarak değerlendirilir. Özellikle cari oran, likidite oranı, toplam borç / öz sermaye gibi oranlarla malî yapıdaki değişmelerin hangi oranlarda olduğu görülür. Analiz edilen dönem ile bir önceki dönemi arasındaki yüzdesel değişmelerin değerlendirilmesi yatırımcıyı aydınlatıcı olacaktır.

Gelir tablosu analizi ; işletmelerin gelirlerini nereden elde ettiği, satışları, satış maliyetleri ve giderlerini ayrıntılı olarak değerlendiren analizdir.

Nicel analiz bir işletmenin değerini belirlemede en önemli analiz yöntemidir. Bir işletmenin değeri, söz konusu işletmenin gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile, bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır.<sup>32</sup>

Temel analiz uygulamada başlıca üç alanda kullanılmaktadır. Bunlar ;

- Kredi değerlemesi,
- İşletmelerin finans yönetimi,
- Hisse senedinin değerlemesidir.

Her üç kavram için de temel analiz verileri aynen geçerli olmasına rağmen yorumda farklılık taşımaktadır. Bir banka için bir işletmeye kredi verirken likiditesinin yüksek ve sermayesinin büyük olması önem taşırken ; işletmenin finansmanı açısından yüksek likidite aslında atıl kalan sermaye özelliği taşıdığından pek istenen bir durum değildir. Hisse senedi yatırımcıları için ise kârının tamamını dağıtan, hissedarına başvurmayan, ilave fon ihtiyacı olmayan işletmeler temel analiz yönünden tercih edilir.

<sup>32</sup> AKGÜÇ, Öztin. Finansal Yönetim. s: 12 Avcıol matbaası İstanbul, 1989.

Görülüyor ki bu farklı yorumlar değerlendirmede farklılıkların oluşmasına neden olmaktadır. Örneğin bilançosu iyi olan bir işletmeye yatırım yapan yatırımcı umduğunu bulamayabilir ve bu sık görülen bir durumdur.

Temel analiz değerlemesinde bu farklı yorumlar özellikle hisse senedi yatırımcıları için pazarı yenme mantığı üzerine kurulu temel analiz tekniklerine yönelmeyi zorunlu kılmaktadır.<sup>33</sup> Buna göre hisse senedi yatırımcıları bir işletme ile ilgili olarak en çok önem verdikleri haberleri şöyle sıralayabiliriz :

- Kâr payı dağıtımı ,
- İşletmenin kendi hisse senetlerini satın alacağını açıklaması ve borçlarını azaltma yoluna gitmesi,
- İşletmenin kârlılığını artıracak şekilde bir borçlanmaya gitmesi “olumlu haber” olarak yorumlanırken ;
- İşletmenin kârlılığını ve piyasa değerini azaltan aşırı borçlanmaya gitmesi,
- İşletmenin halka açıklık oranını arttırma kararı alması, işletmenin acil fon ihtiyacı içerisinde olduğu şeklinde yorumlanması,
- İşletmenin bedelli sermaye arttırımına gitmesi “olumsuz haber” olarak değerlendirilmekte ve bu haberlerin etkileri fiyatlara yansımaktadır.

Temel analiz yaparken şu noktalara dikkat etmek gerekir.

- Kâr veya kârlılık oranının bulunmasında faaliyet dışı kârlar (arsa satışı gibi) dikkate alınmamalıdır.
- Mevsimler dalgalanmalardan arındırmak için temel analiz yaparken aynı dönemleri kapsayan verilerin karşılaştırılması (örneğin 98-6 dönemi bilançosu ile 97-6 dönemi bilançosunun karşılaştırılması) gerekir.

Temel analiz konusuna karşı şu yönlerden karşı çıkılmaktadır.

- Temel analiz geçmişe dönük olarak yapılmaktadır.
- Temel analiz için belli bir tecrübe ve eğitim gereklidir.
- Temel analiz subjektiftir ve kişiden kişiye farklı yorumlanmaktadır.
- Malî tablolara makyajlama yapılması değerlendirmede yanlış sonuçlara ulaşmaya neden olmaktadır.

---

<sup>33</sup> UYAR, Aydın. Hisse senedi Pazarını Yenme Modelleri ve İMKB üzerinde Yapay Zeka Modeli Uygulamaları s: 88 Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü. İstanbul, 1998.

- Malî tabloların üçer aylık dönemler halinde kamuoyuna açıklanması çoğu zaman yeterli olmamaktadır. Çünkü bu dönem içerisinde çok önemli olaylar meydana gelebilmektedir.

## 2.7.2. Teknik Analiz

Ekonomideki gelişmelere paralel olarak borsada hisse senedi fiyatlarında çeşitli değişimler olmaktadır. Bu fiyat hareketlerine bakarak geçmişe dönük olarak hisse senedindeki arz-talep ilişkileri görülebilir. Buna bağlı olarak geçmişteki fiyat hareketleri ile bu fiyat hareketlerinin oluşturduğu fiyatların genel seyri ; yani trendi bize gelecekte olması gereken fiyat hareketi hakkında göreceli bir bilgi verir.

Hisse senedi fiyatlarına teknik yaklaşım ; geçmiş fiyat hareketlerine dayanarak menkul kıymetlerin fiyatını tespit etmeye çalışmaktır.<sup>34</sup> Aslında geçmişe dönük olarak fiyat hareketlerini incelediğimizde hisse senedine olan arz-talep dengesindeki değişiklikler sonucu çeşitli zamanlarda meydana gelen hissenin fiyatında ve hızlı yükselişler ya da hızlı düşüşler hisse senedinin trendi üzerinde görülür. Hisse senedinin genel trendine baktığımızda bu dalgalanmaların bir anlam taşıdığını görürüz. Bu hareketlere göre hisse senedi aslında bir trendde hareket ettiğini ve buna bağlı olarak trendin uzun dönem ve kısa dönem hareketlerine göre gelecekte olması gereken fiyatı tahmin edebiliriz. Çünkü bu hareketler aslında tesadüfî değil ; ama hareketin olduğu dönemlerde ortaya çıkan çeşitli etkenler sonucunda (büyük bir kâr beklentisi, sektörde bir krizin yaşanması, işletmenin yeni bir yatırıma gitmesi gibi) olduğunu görürüz.<sup>35</sup>

Teknik analiz aslında temel analiz sonucunda elde edilen sonuçlara göre hisse senedine yatırım yapmada bize “Doğru Zaman”ı seçmemizi sağlar. Yani temel analiz konusu içerisinde en önemli özellik doğru hissenin seçilmesi ise, teknik analizde en önemli özellik hisse senedini alırken ya da satarken doğru zamanın seçilmesidir. Çünkü teknik analistlere göre hisse senetlerinin fiyat hareketleri üzerinde şu varsayımların etkisi vardır.<sup>36</sup>

- Hisse senetlerinin piyasa değeri tamamen arz-talep dengesine göre oluşur.
- Arz-talebi etkileyen birçok faktör vardır ve bunlar hisse senedinin fiyatını etkiler.
- Hisse senetlerinin fiyatlarını uzun dönem olarak incelediğimizde aslında belirli bir trende sahip olduğunu görürüz.
- Trendde meydana gelen değişimlerin nedeni hisse senetlerinin arz-talep dengesindeki kaymalardır.
- Trend hareketi bu kaymalar sonucunda kesintilere uğramaktadır.
- Bazı fiyat hareketleri zaman içerisinde tekrar ortaya çıkmaktadır.

<sup>34</sup> CEYLAN, Ali. KORKMAZ, Turhan. A.G.E. s: 220.

<sup>35</sup> BOLAK, Mehmet. A.G.E. s : 166.

<sup>36</sup> CEYLAN, Ali. KORKMAZ, Turhan. A.G.E. s: 221.

- Temel analiz sonucunda bulunan doğru hissenin üzerindeki arz-talep ilişkisini en iyi teknik analiz ile görmek mümkündür.

- Trendin kritik noktalarında hisse senedinin fiyatını hisse senedinin hacmi etkilemektedir.

- Teknik analiz, temel analize göre hisse senetlerini değerlendirmede daha kolay bir yöntemdir.

Teknik analizde, temelde üç önemli faktör vardır. Bunlar ; trend, formasyonlar ve teknik göstergelerdir.

Trend ; alıcı ile satıcının serbestçe fiyat oluşturdukları borsa gibi ortamlarda, fiyatlar günün koşullarına göre her gün yeniden belirlenmektedir. Arz ve talep arasındaki denge herhangi bir nedenle değişinceye kadar fiyatlar küçük oynamalarla birlikte aynı yönde ilerledikleri, çizilen grafiklerle gözlenebilmektedir. Fiyatların belli sürelerde inçika ilerledikleri yöne trend denir.<sup>37</sup>

Talebin arzdan daha fazla olduğu dönemlerde, fiyatların hep yükselme eğiliminde olduğu ve “Boğa Piyasası”, tersi durumda yani ; arzın talepten fazla olduğu dönemde ise fiyatların hep düşme eğiliminde olduğu veya “Ayı Piyasası” olarak adlandırılır. Her ne kadar borsa literatüründe yaygın bir kullanıma sahip olmasa da fiyatların genel olarak aynı seviyelerde olduğu yatay piyasa ie “Balık Piyasası” olarak tanımlanmaktadır.

Trend ; teknik analiz açısından oldukça önemlidir. Çünkü öncelikle fiyatların hangi yönde hareket ettiğinin saptamak yatırımcı açısından önem taşımaktadır. Yatırımcı, yükselen bir piyasada mı? yoksa düşen bir piyasada mı? olduğunu ancak trend analizi yaparak öğrenebilir. Bu saptamadan sonra yatırımcı için yatırım kararını etkileyecek diğer teknik analiz değerlendirmelerine geçmesi yararlı olacaktır.

Formasyonlar ; hisse senetlerinin fiyatların üzerinde bilinen ve bilinmeyen her faktörün etkisi vardır. Bunlar ekonomik ve psikolojik etkenler olabileceği gibi yalnızca o işletmeyi ilgilendiren işletmenin kârlılığı, yönetim yapısı, Pazar payı gibi etkenler de hisse senetlerinin fiyatlarını etkilemektedir. Bu etkilenme hisse senetlerinin trendler halinde hareket etmesini sağlar. Fiyat hareketleri bazen tesadüfi olarak birbirinden çok farklı, düzensiz şekillerde ortaya çıksa da çoğu kez birbirine benzeyen formasyonlar oluşturur. Bu formasyonlar, yükseliş trendinden düşüş trendine ya da düşüş trendinden yükseliş trendine geçiş aşamasının algılanmasında yani ; diğer bir anlatımla trend değişiminin belirlenmesinde yatırımcıya yardımcı olurlar.

Teknik Göstergeler ; teknik göstergelerle hisse senedinin gittiği yön görülebilir ve gücü ölçülebilir. Bunlardan bazıları osilatör prensibi ile çalışırlar. Yani, bir eksen üzerinde sürekli aşağı yukarı salınımlarla yön belirtirler. Bazı göstergeler ise yüzdesel değerlere indirgenir.

En çok kullanılan göstergeler :

---

<sup>37</sup> SARI, Yusuf. Borsada Teknik Analiz. s: 34. Alfa Yayınları. İstanbul, Mayıs 1995.

Hareketli ortalamalar : Bunlar hesaplanış yöntemine göre üçe ayrılırlar. Basit, hareketli ve üslü ortalamalar. Hareketli ortalamaların amacı fiyatlardaki söz konusu aşırı dalgalanmaları istatistiksel yöntemlerle düzeltip fiyatların eğilimini daha net şekilde göstermektir.<sup>38</sup>

Hareketli ortalamalar, teknik analizci tarafından belirlenen süreye göre hesaplanır. Sürenin uzunluğu alım-satım sinyalinin erken veya geç olmasını etkiler. Kısa süreli ortalamalar uzun süreli ortalamalara göre daha duyarlıdır.

MACD ; çoklu hareketli ortalama yöntemlerinden biri olan MACD, üslü çokluklar yöntemini kullanır. MACD göstergesi birçok yerde "12 günlük üslü hareketli ortalamadan 26 gün için hesaplanan üslü hareketli ortalamanın çıkarılması sonucu elde edilen eşdeğer" şeklinde ifade edilir.

Momentum ; fiyat hareketlerindeki hızı esas alır. Fiyatların değişim hızından hareketle trendin sağlamlığını ya da zayıflığını tespit etmek ve trend değişiminin ortaya çıkacağı anı henüz fiyatların yönü değişmeden sinyal vermektedir.

Relatif güç endeksi (iç direnç endeksi) ; Fiyat hareketlerinin hızını ölçmeye yarar. Momentum endeksindeki eksikliklere çözüm getirir.

Stokastik ; fiyatlar yükseldikçe kapanış fiyatlarının, periyodun (seçilen gün sayısı) en yüksek gün fiyatına ; fiyatlar düştükçe kapanış fiyatlarının periyodun en düşük fiyatına yaklaşma eğiliminde olduğu hipotezine dayanır.

Burada şuna dikkat etmek gerekir. Teknik analiz yöntemlerinin hesaplanması için, borsalar ile diğer piyasa veya konularda birçok veriye sürekli olarak, çabuk bir şekilde ulaşılmalıdır. Ayrıca teknik analizcilerin çoğunlukla formüller ve geçmişteki veriler üzerine oluşturdukları piyasa yaklaşımlarına karşın, temel analizcilerin de kendilerine özgü yorumları olduğu ve teknik analizciler tarafından bilinçli olarak gözardı edilen bu farklı yöntemin hem birincil piyasada hem de ikincil piyasada çeşitli kesimlerce kullanıldığı unutulmamalıdır. Özellikle yeni halka açılma ve özelleştirmelerde temel analiz doğru değerlendirmeler yapabilirken ; teknik analiz, geçmiş döneme ait fiyatların olmaması ve formüller kullanılarak, bilgisayar tarafından veya analizcinin subjektif yorumlarıyla belli bir sonuca ulaşılmaması nedeniyle fazla bir şey ifade etmemektedir.

Teknik analiz yöntemi, temel analiz yönteminden bağımsız olarak ele alındığında aslında fazla bir anlam taşımamaktadır. Çünkü hisse senedinin uzun dönemli fiyat hareketleri incelendiğinde izlediği trendde meydana gelen büyük sapmaların aslında ekonomik, siyasî ya da işletme yönetimi veya yapısına bağlı bir nedeni vardır. Bu neden veya nedenlere göre hisse senedinin gösterdiği fiyat hareketi incelendiğinde daha anlamlı olur.

Örneğin sektörde rekabet halindeki iki büyük işletmenin evliliğe gitmesi, işletmelerin kârlılığını ve pazar payını arttıracığından fiyatlarında büyük yükselişler

---

<sup>38</sup> ŞAHİN, Mahmut. Borsada Teknik Analiz. İstanbul, 1992.



olacaktır. Ya da sektörde işçi-işveren arasında ortaya çıkan karşılıklı anlaşmazlık sonucu ; her iki taraf karşılıklı grev-lokavt kararı alırlarsa (20-26 Şubat 1998 tarihleri arasında çimento sektöründe yaşanan grev-lokavt kararı gibi) hisselerinin fiyatını olumsuz yönde etkileyecek ve fiyatlarda düşmeye neden olacaktır.

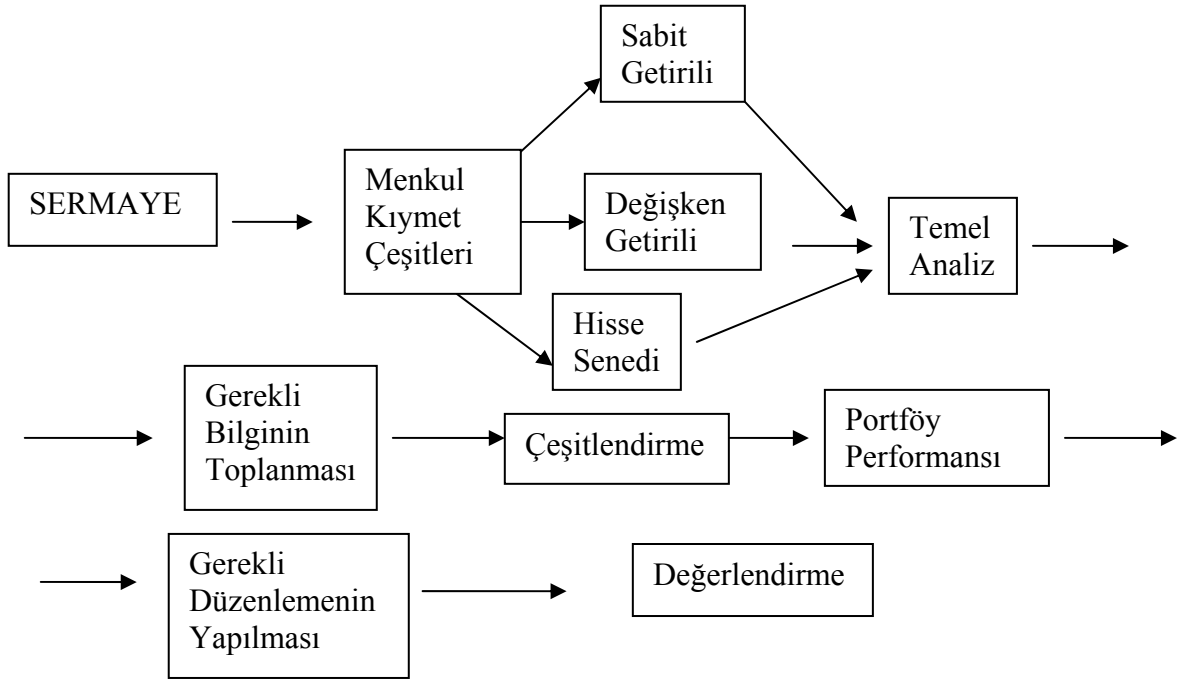
Teknik analize göre fiyat hareketlerinin incelenmesi dört noktada toplanır : <sup>39</sup>

- Fiyat değişikliklerinin incelenmesi ; hissenin en yüksek, en düşük fiyatları ile önceki fiyatları arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

- Zamanın incelenmesi, yatırımcının davranış ve psikolojisine göre zaman içerisinde fiyatlardaki hareketin incelenmesidir.

- Miktarın incelenmesi ; hisse senedinin arz-talebine göre zaman içerisinde işlem miktarındaki hareketin incelenmesidir.

- Derinliğin incelenmesi ; yatırımcıların duygu ve heyecanlarının trende yansımaları ; yani yatırımcının borsaya bakışının incelenmesidir



Şekil 10 : Portföy Yönetiminin Şematik Gösterimi.

<sup>39</sup> SARI, Yusuf. Borsada Teknik Analiz. s: 12.

### 3. PORTFÖY ANALİZİ ve YÖNETİM SÜREÇLERİ

#### 3.1. PORTFÖY ANALİZİ

Portföy analizi ; riskli yatırımların bir bütün olarak ele alınıp, matematiksel yöntemlerle değerlendirilmesi ve yatırım araçları arasındaki etkileşimin dikkate alınmasıdır. Birden fazla finansal varlığa yatırım yapmanın mantığı ; tüm servetin bir finansal varlığa yatırımın sonucu alınan riskin büyüklüğü ve bu yatırım sonucunda ortaya çıkacak zararın asgariye indirilmesidir. Bu mantık sonucu portföy yönetimi konusu üzerinde geniş çalışmalar yapılmış ve yeni yöntemler geliştirilmiştir. Portföy yaklaşımı olarak adlandırabileceğimiz bu mantık her türlü riskli projenin değerlendirilmesi için kullanılabileceği gibi genel olarak uygulama alanı finansal varlıkların yönetimindedir. Yalnız bu yaklaşım yatırım ömrünün tek dönem ile sınırlı olduğu varsayımı altında geliştirilmiş olduğundan portföy analizi ile yatırımlar dönemler halinde yapılması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Böylece portföy yönetiminde daha başarılı adımların atılması sağlanmış olacaktır.

Portföy ; sözcük anlamı “cüzdan” demek olan bu kavram finansal anlamda menkul kıymetlerden oluşan bir topluluğu ifade etmektedir. Memmers’in tanımıyla portföy ; çeşitli menkul kıymetlerden meydana gelen, ağırlıklı olarak hisse senetleri, tahviller ve türevlerinden oluşan, belli bir grubun veya kişinin elinde olan finansal nitelikteki kıymetler olarak tanımlayabiliriz.<sup>40</sup>

Portföy analizi ; yatırım yapılan menkul kıymetlerin beklenen getirisi ile risk düzeyinin belirlenmesidir.<sup>41</sup> Menkul kıymetlere yapılan yatırımların en iyi getiriye sağlayacak portföyün nasıl seçileceğini ve nasıl analiz edileceğini portföy yönetimi ve portföy analizi ile değerlendirebiliriz.

Portföy analizinin yapılabilmesi için istatistiksel bilgilere ihtiyaç vardır. İstatistiksel bilgilerin toplanması şöyle olmalıdır.<sup>42</sup>

- Geçmişe ait bilgileri tablolastırıp, aynı ya da gerekli düzeltmelere yapıldıktan sonra geleceğe yönelik tahminlerde bulunmak ;

- Geleceğe yönelik ekonomik, politik ve sosyal olayların olasılık dağılımının oluşturulması yapılmalıdır.

Portföy analizi konusunda çeşitli yaklaşımlar vardır. Bunlar aşağıda kısaca ele alınmıştır.

#### 3.2. GELENEKSEL PORTFÖY YAKLAŞIMI

<sup>40</sup> MEMBERS, Erwin Esser. Dictionary of Economics and Business, Littlefields. s: 334 Adams Co. New Jersey 1976.

<sup>41</sup> UĞUZ, Murat. Menkul Kıymetler Seçimi ve Yönetimi. s: 416 İstanbul, 1990.

<sup>42</sup> EDESESS, M. HAVECHT, G.A. Scenario Forecasting. Journal of Portfolio Management. Spring, 1980.

Portföy oluşturulurken esas fayda riskin dağıtılmasında görülmektedir. Bütün finansal varlıkların getirileri aynı yönde hareket etmeyeceği ; bazıları zarar ederken bazıları ise kâr sağlayacağı için portföyün riski, tek finansal varlığın riskinden az olacaktır. Geleneksel portföy analizi yaklaşımının temeli bu anlayışa dayanmakta ve buradan yola çıkarak-bütün yumurtaların aynı sepete konmaması anlayışı ile- portföy içindeki finansal varlıkların sayısının artırılması gerektiği sonucuna varılmıştır.<sup>43</sup>

Geleneksel portföy yaklaşımının amacı ;yatırımcının sağlayacağı faydayı en yüksek değere çıkarmak ; yani maksimize etmektir. Bu yaklaşımda portföyün temel getirisi temettü ve menkul değerlerin değerinde zaman içerisinde meydana gelen değer artışıdır. Yatırımcı ; sabit ve istikrarlı bir gelir elde ederken, sermayesini de korumak ister.

Kısaca, geleneksel portföy analizi ; menkul değerlerin birbirleriyle ilişkili olmayan sektörlerden seçilerek ve tahvillerin ise birbirlerinden farklı vadelerde olacak şekilde portföyde bir çeşitlendirmenin yapılmasıyla risk, sistematik risk seviyesine çekilirken getirinin yüksek olacağı düşüncesine dayanır. Bu yaklaşımda çeşitlendirmenin önemi yüksektir. Fakat çeşitlendirmenin fazla yapılması ise çeşitli sakıncalar yaratmaktadır. Bu sakıncalar<sup>44</sup> ;

- Çok sayıda menkul değerle ilgili araştırma yapmanın maliyetinin yükseliği ;
- Bütün menkul değerlerle ilgili bilgilerden zamanında haberdar olamamanın yarattığı güçlük ;
- Getirisi düşük olduğu halde sadece taşıdığı riskten dolayı portföyün riskini de azaltan menkul değerlerin tercih edilmesi ;
- Çeşitlendirmenin çok olması ve portföyde sürekli hareketin yapılması nedeniyle ortaya çıkan komisyon v.b. giderlerin artmasıdır.

### 3.3. MODERN PORTFÖY YAKLAŞIMI

Portföy bileşimi konusunda ilk bilimsel çalışmayı yapan Harry Markowitz ; etkin portföylerin, beklenen getiri ile bu getirinin varyansının gözönünde bulundurularak oluşturulması gerektiğini iddia etmiştir.<sup>45</sup> Markowitz'e göre yatırımcıların fayda beklentisi, getiri oranlarına ait beklenen değer ile varyansın bir fonksiyonu olarak ortaya çıkmaktadır.

Modern portföy analizinde yatırımcının tipi önem taşımaktadır. Yani yatırımcı risk karşısındaki tavrı portföy oluşturulurken belirleyici olmaktadır. Fakat modern portföy analizinde iki temel yaklaşım tüm yatırımcı tipleri için geçerlilik taşımaktadır.

- Tüm yatırımcılar aynı risk düzeyinde daha fazla getiriyi tercih etmektedir.

<sup>43</sup> JOHNSON, Mimothy. Investments Principles. s: 369. Prentice-Hall, Inc. 1983.

<sup>44</sup> KARAŞİN, Gültekin. Sermaye Piyasası Analizleri. s: 103. SPK Yayınları. Ankara, 1986.

<sup>45</sup> MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. s: 6 Yale University Press, 1959.

- Tüm yatırımcılar aynı getiri düzeyinde daha az riski tercih etmektedir.

Modern portföy yaklaşımının varsayımlarını şöyle özetleyebiliriz<sup>46</sup> :

- Yatırımcıların amacı, faydayı en yüksek değere çıkarmaktır. Yani yatırımcılar, her yatırımı elde tutulan dönem sonunda kendi refah seviyelerinde meydana gelecek artışların olasılık dağılımına göre değerlendirir.

- Yatırımcılar yatırım kararlarını verirken risk (portföy getirilerinin varyansı) ve getiri (beklenen getiri) dikkate alırlar.

- Yatırımcıların portföyden elde edecekleri faydanın gerçekleşme zamanı, risk ve getiri karşısındaki beklentileri benzer özellikler taşımaktadır.

- Bu yaklaşımın en önemli özelliği piyasaların oldukça etkin olduğudur. Yani bilgilerin piyasaya yansması tüm yatırımcılar için aynı zamanda ve süratte gerçekleşmektedir.

Markowitz yaklaşımının temelinde menkul değerler arasında bir ilişkinin var olduğu düşüncesi yatmaktadır. Bir portföy için uygun olan bir menkul değer bir başka portföy için uygun olmayabilir. Bundan dolayı Markowitz, yatırımların daha akılcı ve daha etkin bir biçimde çeşitlendirilmesine olanak sağlayan bir hipotez geliştirmiştir. "Beklenen getiri-getirilerin varyansı" olarak adlandırılan bu hipoteze göre ; bir menkul kıymetten sağlanan getiriler, bazı menkul kıymetlerin getiri oranları ile oldukça ilişkili iken ; diğerleri ile ilişkisiz ya da az ilişkilidir.

### 3.4. FİNANSAL VARLIK FİYATLAMA MODELİ

Finansal varlık fiyatlama modeli ; portföy yönetiminde risk ve getiri arasındaki ilişkiyi daha net biçimde açıklayan bir modeldir. Herhangi bir menkul değer beklenen getirisi ile risk derecesi arasındaki ilişki genel olarak doğrusaldır. Bir menkul değer getirisinin, o menkul değer sistematik riski ile pozitif ilişkide ve herhangi bir menkul değerden beklenen risk priminin de bütün piyasada beklenen risk primine oransal olması gerekir.<sup>47</sup> Bu model sistematik risk veya Pazar riskinin ölçülmesinde kullanılır. Yine bu modeli Markowitz ortalama varyans modelinden ayıran en önemli özelliği ; yalnız portföy için değil, tek bir menkul değer için de uygulanabilir olmasıdır.

Sharpe tarafından ortaya atılan bu modelin varsayımları şunlardır.

- Her yatırımcı , yatırım kararını verirken ; portföyün beklenen getirisi ile riskini dikkate alarak karar verir.

---

<sup>46</sup> HARRINGTON, R : Diana. Modern Portfolio Theory and The Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory s: 26 Prentice-Hall Inc. New Jersey, 1987.

<sup>47</sup> UNVAN, Hayal. Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Deneme 1978-1986. s: 4 Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No : 11. Ankara, 1989.

- Yatırımcılar, menkul değerler ile ilgili yatırımlarını belli dönemler için planlarlar ve yatırımların getirilerini artırmak için Markowitz'in geliştirdiği etkin çeşitlendirmeyi yapmak isterler.

- Piyasada birçok alıcı ve satıcı bulunduğundan fiyatlar piyasada tam rekabet koşullarında oluşmaktadır.

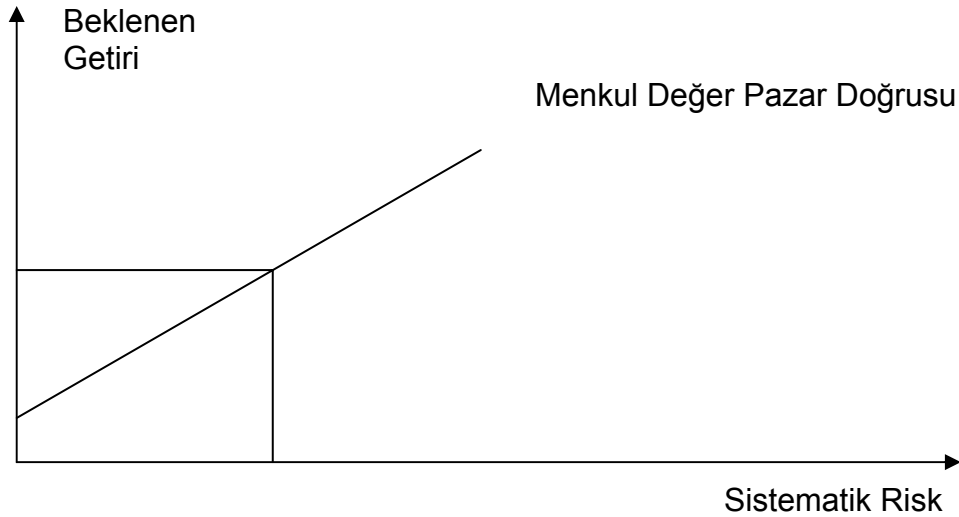
- Yatırımcı istediği miktarda menkul değeri piyasadan alıp satabilmektedir.

- Kısa vadeli ödünç satış işlemi serbesttir. Vergi, alım-satım komisyonları sıfır olduğu kabul edilir.

- Enflasyon ve faiz oranları, diğer gelişmeler hakkında yatırımcı her türlü bilgiye kolaylıkla ulaşabilmektedir.

- Sermaye piyasası dengede olduğu varsayılmaktadır.

Model, doğrusal ilişkiler üzerine oturtulmuştur. Bu doğrusal ilişkilerden en önemlisi menkul değer Pazar doğrusudur. Bu doğru, pazardaki her menkul değer için sistematik riske göre beklenen getirinin ne olması gerektiğini belirtir. Sistematik risk ile beklenen getiri arasında aşağıdaki gibi bir ilişkinin olduğunu kabul eder. Menkul değer Pazar doğrusu denilen bu doğru üzerinde tüm menkul değerler yer almaktadır. Dikey ekseninde beklenen getiri, yatay ekseninde ise sistematik risk yer almaktadır. Portföy, bu çerçevede içinde belli bir risk seviyesinde olabilecek tüm ihtimalleri göstermektedir.



Şekil 11 : Menkul Değer Pazar Doğrusu

### 3.5. ARBİTRAJ MODELİ

Bu yaklaşımın temel dayanağı ; aynı malın iki ayrı fiyattan satılamayacağı düşüncesidir. Yani bir malın bir fiyatı olmalıdır. Arbitraj ; çeşitli piyasalardan fiyat farklarından yararlanmak amacıyla değerli maden, menkul değer ve yabancı paranın alınıp satılması ve bu işlem sonucunda bir kazancı sağlanmasıdır. Arbitraj olanakları ile hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının tek fiyat şeklinde gerçekleşeceği savunulmaktadır. Yani bu düşünceye göre piyasa dengesinin kurulması kolayca gerçekleşecektir.<sup>48</sup>

Arbitraj modeli, sermaye varlıkları fiyatlama modeline yapılan eleştiriler sonucunda ve bu modele alternatif olarak ortaya çıkmış bir modeldir. Modele göre sistematik risk daha küçük parçalara bölünebilmektedir. Fakat bunun nasıl olacağı belirtilmemiştir. Yine bu düşünceye göre kimse beklenen getiri ile risk arasındaki ilişkiden arbitraj yoluyla servetini sınırsız olarak artıramaz.

Hisse senetlerinin getirilerinin enflasyona, endüstriyel üretime, yatırımcının riske karşı tutumuna karşı duyarlı olduğu belirlenmiştir. Arbitraj modeli de bu noktadan hareketle bir hisse senedinin getirisinin yukarıda belirttiğimiz etkenlere karşı olan duyarlılığının büyüklüğüne bağlıdır. Model, bir hisse senedinin getirisinin makro ekonomik etkenler ile hisse senedinin temsil ettiği işletmeye ait mikro etmenlere bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bir başka anlatımla, sistematik risk ile sistematik olmayan risk oluşturduğu toplam risk hisse senedinin getirisini etkilemektedir.

Arbitraj modeli, çeşitlendirmesi iyi yapılmış portföyler için geçerliliği ispatlanmıştır. Bu modelin sermaye varlıklarını fiyatlama modeline göre hisse senedi getirilerinin tahmininde daha başarılı olduğu ileri sürülmesine rağmen ; sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin yerine alamamış, onu tamamlayıcı bir model olduğu sonucuna varılmıştır.

### **3.6. PORTFÖY YÖNETİMİ**

Portföy ; belirli menkul değerlerden oluşsa da bu değerler arasında bir ilişki olduğundan portföy kendine öz, ölçülebilir nitelikleri vardır. Bu nedenle portföy ; içerdiği menkul değerlerin basit bir toplamı değildir.<sup>49</sup> Portföy yönetimi ; portföye hangi menkul değerlerin verildiği ; bu kararın verilmesi için ekonomik analizlerin yapılmasını ve çeşitli değerlendirme ve ölçme yöntemlerinin kullanılmasının zorunlu kılan bir uzmanlık alanıdır. Portföy yönetiminin temelinde getirisi en yüksek ; fakat buna karşın riski en az olan menkul kıymetin doğru seçimi ve doğru zamanda alınıp satılması ilkesi yatmaktadır.

Ancak teoride kolay olarak anlatılan bu yönetim pratikte çeşitli zorluklar içermektedir. Önceki konularda değindiğimiz gibi öncelikle risk analizinin iyi yapılması bundan sonrada ekonomik verilerin doğru değerlendirilmesi gerekir. İşte hangi menkul kıymetin hangi zamanda alınıp, satılacağı, riskin dağıtılmasının nasıl olacağı gibi konular portföy yönetiminin konusudur.

<sup>48</sup> FABOZZI, J. Frank Current Topics in Investment Management. s: 132 Harper C. Row Puplichers. N.Y. 1990.

<sup>49</sup> CHRISTY, A. George. CLENDENIN, C. John. Introduction to Investments. s: 645 Mc Graw-Hill Book Company. New York, 1974.

Portföy yönetiminin yapılması için şu aşamaların izlenmesi yatırım açısından olumlu sonuç verecektir<sup>50</sup>:

- Portföy planlanması ;
- Yatırım analizi ;
- Portföy seçimi ;
- Portföyün değerlendirilmesi ;
- Portföyün revizyonu.

### **3.6.1. Portföyün Planlanması**

Portföy yönetiminin birinci aşaması olan planlanmada yatırımcı, portföy yöneticisi ve yatırım araçları arasında ilişkinin kurulması amaçlanmalıdır.

Yatırımcının ne tür bir yatırımcı olduğu (riskten kaçan, riske kayıtsız, riski seven) sermayesi (yani yatırım yapmak için ayırdığı nakit) ve ne kadar süre için yatırımı yapmak istediği önemlidir.

Portföy yöneticisi ise elindeki yatırım araçları ile yatırımcının arzularının ne kadarını karşılayabileceğini ve buna göre yatırım kararlarının oluşturulup, oluşturulamayacağını değerlendirmesi gerekir. Portföy yöneticisi, hem yatırımcının beklentilerine hem de kendi hedeflerini (portföyün yüksek kazanç sağlaması, başarılı yönetilmesi gibi) gerçekleştirmelidir. Burada portföy yöneticisinin sorumluluğu ve görev alanı ortaya çıkmaktadır.

### **3.6.2. Yatırım Analizi**

“Yatırım analizi, portföye girmeye aday menkul kıymetlerin niteliklerinin incelenmesi, ölçülmesi, belirli bir süre içinde değişik menkul kıymetlerin performanslarının ne olacağına nicel olarak tahmin edilmesidir.”<sup>51</sup>

Yatırım analizinin doğru yapılabilmesi için :

- Ekonomik analiz ;
- Sektör analizi ;
- Menkul kıymet seçiminin doğru yapılması gerekir. Bu analizlerin doğru yapılması portföyün başarısını artıracak, yapılan yatırımların daha kazançlı değerlendirilmesini sağlayacaktır.

### **3.6.3. Portföy Seçimi**

<sup>50</sup> CEYLAN, Ali. KORKMAZ, Turhan A.G.E. s: 14-17

<sup>51</sup> CEYLAN, Ali. KORKMAZ, Turhan. A.G.E. s: 16

Yatırımcı ; yatırım kararını verirken en büyük beklentisi en az risk ile en yüksek getiriye sağlamaktır. Fakat bu öyle kolay bir şey değildir. Yatırımcı katlandığı riske karşı yüksek kâr elde edebilmesi için iyi bir ekonomi bilgisine sahip olmanın yanısıra siyasî, teknolojik gibi gelişmelerinde yakından takip edilmesi gerekir. Ayrıca yatırım yapılacak menkul kıymetin doğru seçilip ve doğru zamanda alınması da önemlidir.



“Çeşitlendirme”dir. Çeşitlendirme ile en iyi risk-kârlılık bileşenini elde etmek mümkündür. Ayrıca çeşitlendirme ile sistematik olmayan risk en asgari seviyeye indirilmiş olur. Bir portföy oluşturulurken yapılacak çeşitlendirmede yatırımcı hisse senetlerinde şu özelliklere dikkat etmelidir.

- Seçilen hisse senetlerinin düşük Fiyat/kazanç oranına sahip olması ;
  - Kâr payı getirisinin yüksek olması ;
  - Hisse senedinin Piyasa Değeri / Defter Değeri oranının düşük olması ;
  - Hisse senedinin “beta Katsayısının” makul bir değerde olması ;
  - Korelasyon katsayısının yüksek olması gerekir.
- Risk-kârlılık bileşimini, “yatırım fırsatları seti” şeklinde şöyle gösterebiliriz.<sup>52</sup>

### Şekil 12 : Yatırım Fırsatları Seti

Yatırımcılar doğal olarak yüksek kârlılığı tercih ederler. Buna karşın riski en asgariye indirmek isterler. Yatırımcı yukarıdaki şekilde gösterilen fırsatlar setinden kendine en uygun olan portföyü seçmesi olasıdır. Buna etkinlik kriteri denir. Bu kriter gere ;<sup>53</sup>

- a. Herhangi bir risk seviyesinde en yüksek getiri sağlayan portföy veya ;
- b. Herhangi bir getiri seviyesinde en düşük riskli portföy seçmelidir.

---

<sup>52</sup> BOZKURT, Ünal. A.G.E. s: 272

<sup>53</sup> BOZKURT, Ünal. A.G.E. s: 273

Şekildeki verilere göre aynı risk seviyesinde olmalarına rağmen Y'deki getirisi X'deki portföy getirisine oranla daha yüksektir.

Yine risk açısından olayı ele alırsak ; aynı getiri seviyesinde olmalarına rağmen risk Z'deki riske oranla daha azdır. Bu değerlendirmeler sonucunda yatırımcı portföyünü oluştururken getiri açısından değerlendirirse "Y" portföyünü ; risk açısından indirirse "W" portföyünü tercih edecektir.

Etkinlik kriterine göre bu iki portföy arasındaki tüm portföyler avantajlı olur ki buna etkinlik sınırı denir. Bir başka anlatımla etkinlik sınırı ; asgarî risk ile kârlılık arasındaki portföy değerlerinin maksimize olduğu bir tercihler dizisidir.

#### 3.6.4. Portföy Değerlemesi

Portföy değerlendirilmesi ; belli zaman aralıkları ile portföyün verimi ve değerinde meydana gelen değişiklikler incelenir. Bir başka anlatımla ; portföyü oluştururken yapılan seçimin yatırım süresi sonunda değerinde meydana gelen değişimlerin değerlendirilmesidir.<sup>54</sup>

Portföy değerlendirilmesi üç şekilde yapılır.<sup>55</sup>

- a. Sharpe performans ölçüsü
- b. Treynor performans ölçüsü
- c. Jensen performans ölçüsü

##### a. Sharpe Performans Ölçüsü

Sharpe değerlendirme yaparken riski dikkate almıştır. Buna göre ; portföyün riskine kıyasla yatırımcıların risksiz faiz haddi üzerinde talep ettiği ek getiriyi ifade eder. Sharpe'in temel varsayımları şunlardır :

- Herhangi bir finansal varlığın pazardan bağımsız getirisi ile pazara bağımlı getirisi arasındaki korelasyon ve dolayısıyla kovaryans "0"dır.

- Finansal varlıkların arasındaki ilişki Pazar portföyü ile ilintili olduğundan ; bir finansal varlığın pazardan bağımsız getirileri arasındaki korelasyon ve kovaryans "0"dır.

Çeşitlendirme ile sistematik olmayan riski azaltmak mümkündür ve standart sapma ile ifade edilir.

Formül olarak gösterirsek.

$$Sp = \frac{\text{Risk Primi}}{\text{Risk}} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

<sup>54</sup> BOZKURT, Ünal. A.G.E. s: 306-309

<sup>55</sup> BOLAK, Mehmet. A.G.E. s:233

Toplam Risk  $\sigma_p$

$r_p$  = Portföy ortalama getirisi

$r_F$  = Risksiz faiz oranı

$\sigma_p$  = Portföy getirilerinin standart sapması

Formüldeki verileri grafiğe aktardığımızda aşağıdaki şekli elde ederiz.

## ŞEKİL GELECEK

Şekil 13 : Sharpe Performans Ölçüsü

### b.Treynor Performans Ölçüsü

Treynor'da Sharpe'e benzer bir yol izlemiştir. Sharpe'ten farklı olarak sistematik riski dikkate almış ve portföyün risksiz faiz oranı üzerinde sağladığı ek getiriyi portföy riskine oranlamış ve risk başına elde edilen getiriyi performans ölçüsü olarak değerlendirmiştir. Standart sapma yerinede " $\beta$ " katsayısını seçmiştir.

Menkul değerlerde olduğu gibi herhangi bir portföy için de karakteristik doğruyu belirlemek mümkündür. Karakteristik doğrunun eğimi beta katsayısıdır ve bu katsayı sistematik riski gösterir. Portföyün karakteristik doğrusunun eğimi olan beta, portföy getirilerinin pazara karşı olan oynaklığının da bir göstergesidir. Dolayısıyla eğim ne kadar yüksek olursa ; beta o kadar büyük ve portföy o kadar riskli olacaktır.

Bir başka anlatımla Treynor indeksi, portföyün riskini ölçer. Risk primi, portföy getirisi ile risksiz faiz haddi arasındaki farka eşittir. Bu risk ise portföyün taşıdığı sistematik risk ile ilişkilidir.

Treynor'un ifadesinin formüle ettiğimizde ise aşağıdaki sonuca ulaşırız.

$$T_p = \frac{\text{Risk Primi}}{\text{Sistematik Risk}} = \frac{r_p - r_F}{\beta_p}$$

$r_p$  = Portföyün ortalama getirisi

$r_F$  = Risksiz faiz oranı

$\beta_p$  = Sistematik risk göstergesi

Treynor indeksini grafik olarak gösterdiğimizizde :

## ŞEKİL GELECEK

Şekil 14 : Treynor Performans Ölçüsü

### c. Jensen Performans Ölçüsü

Jensen ; portföy değerlemesini, portföyün ortalama getirisinin finansal varlık Pazar doğrusundan sapma derecesiyle ölçmüştür. Bir başka anlatımla nisbî değişim yerine mutlak değişimi değerlendirmiştir.

$$r_{jt} = r_{ft} = \alpha_j + (r_{mt} - r_{ft}) \beta_j$$

$r_{jt}$  = Jensen portföyünün t dönemdeki ortalama getirisi

$r_{ft}$  = t dönemdeki risksiz faiz oranı

$\alpha_j$  = Sabit katsayı (doğrunun X eksenini kestiği nokta)

$\beta_j$  = Sistematik risk ölçüsü

$r_{mt}$  = t dönemdeki Pazar portföyünün ortalama getirisi

Model daha önceki iki modele benzemekle beraber ayrıldığı yönü grafikte de görüleceği gibi karakteristik doğrunun her zaman orijinden geçmemesidir.  $\alpha_j$ , burada portföy yöneticisinin tahmin yeteneğini göstermektedir ve buna göre  $X_j$ , "0"dan büyük ise riskin üstünde yüksek bir kazanç elde edilecektir.

Grafik olarak gösterirsek :

## ŞEKİL GELECEK

### Şekil 15 : Jensen Performans Ölçüsü

#### a. Örnek Uygulama

Portföy değerlemesinde kullanılan performans ölçülerinin bir uygulamasını burada da ele alabiliriz. Halil Kıymaz<sup>56</sup> tarafından ele alınan Örnek çalışma ; ülkemizde 1992-1996 yılları arasında “B tipi Yatırım Fonları” üzerinde Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçüleri kullanılarak yapılmıştır.

Dünyada ve ülkemizde gittikçe artan yoğunlukta kullanılan yatırım fonlarının performansları ; yatırımcının elindeki fonları alternatif yatırım araçları arasında nasıl dağılacakını etkilemektedir. Finans literatüründe genişçe işlenen bu konu ; ülkemiz açısından yenidir. Çünkü yatırım fonları ülkemizde 1987 yılından itibaren alternatif bir yatırım aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. İlk zamanlar 7 tane olan yatırım fonları zamanla sayıları artmış ve şimdilerde 150'ye yakın fon kurulmuştur.

Profesyonel olarak yönetilen portföylerin performansları üzerine yapılan çalışmalardan Treynor bulguları sonucunda, yatırım fonlarının sadece sağladıkları getiri ile değerlendirilemeyeceğini ve getirinin yanında risk faktöründe gözönüne alınması gerektiğini görmüştür. İyi çeşitlendirilmiş bir portföyde sadece sistematik riskin sözkonusu olduğunu belirten Treynor<sup>57</sup> ; performans değerlendirirken bu riski dikkate almanın doğru olduğunu ileri sürmüştür.

Sharpe<sup>58</sup> ise 1966 yılında performans değerlemeleri üzerine yaptığı çalışma ile Treynor performans ölçüsünün sadece sistematik olmayan riskin olmadığı portföyler için geçerli olabileceğini, sistematik olmayan riskin bulunduğu portföylerde ise toplam riskin göstergesi olan “standart sapma”nın performans değerlemesinde kullanılması gerektiğini belirtmiştir.

---

<sup>56</sup> KAYMAZ, Halil. Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi. İşletme ve Finans Dergisi. Eylül, 1997.

<sup>57</sup> TREYNOR, J. “How to Rate Management of Investment Funds” p: 63-75 Harvard Business Review January-February, 1965.

<sup>58</sup> SHARPE, F.W. “Mutual Fund Performance” p: 119-138. Journal of Business. 1966.

Jensen ; bu iki yaklaşım gibi mutlak olarak değerlendirilebilecek bir performans ölçüsü üzerinde çalışmamıştır. Jensen, daha çok portföy yöneticisinin tahmin yeteneğini ölçmeye yönelik çalışmalar yapmıştır.

Bu örnek çalışma ile B tipi yatırım fonlarının 1992-1996 yılları arasındaki performansları değerlendirilmiştir. 84 tane “B tipi Fon” üzerinde çalışma yapılmış ve bu fonların 30 aydan daha uzun bir zaman veriye sahip olan ; yılın en az 8 ayında faaliyette bulunan fonlar değerlendirilmiştir. Bu fonların portföy değerlerindeki artış ise oldukça yüksektir. Bunun nedeni kurulan fonlarda yer alan menkul kıymetler ile ve bu fonları yöneten uzmanın başarısı ile direkt bağlantılıdır. Fonlarda en yüksek payı genel olarak “Hazine Bonoları”, daha sonra da devlet tahvilleri ve yabancı özel sektör tahvilleri almaktadır. Aşağıdaki tabloda bu daha ayrıntılı olarak görülmektedir.

### 3.6.5. Portföy Revizyonu

Portföy revizyonunda amaç ; belirli risk seviyesinde portföy getirisinin en yüksek değere çıkarılması olmalıdır. Bunun için portföyün belirli aralıklarda değerlendirilmesi yapılmalı ve buna göre portföyde yenilemelere gidilmelidir. Fakat portföy oluşturulduğu zaman ; yani portföye dahil olacak hisse senetlerinin seçimi ve bu hisse senetlerinin alım satım zamanı önem kazanmaktadır.

Portföy revizyonunda, portföyde bulunan aşırı primli menkul kıymetler ile hiç değerlendirilmemiş veya değer kaybetmiş olan menkul kıymetler öncelikle değerlendirilmelidir. Aşırı değerlendirilmiş olan menkul kıymetler portföyden çıkarılmalıdır. Çünkü aşırı değerlendirilmiş olan menkul kıymetlerden yeterli kazanç elde edildikten sonra elde tutulması bir maliyet unsuru olacaktır ki bu maliyet ya hisselerin elde ettiği primin bir kısmının geri verilmesi ya da aşırı prim olması nedeniyle hisselerin uzunca bir süre hareketsiz kalması olacaktır. Bir hisselerin uzun dönem aynı fiyatlarda kalması ve bu hisse senedinde tasarrufun tutulması ise aslında piyasada oluşan fırsatlardan yararlanılmasıdır. İktisat teorisindeki “Fırsat Maliyeti” ile tanımlayabileceğimiz bu durumda maliyet ; tercihimizi diğer fırsatlara yöneltmemekle bu fırsatlardan yararlanmamak olacaktır. Buda portföyün en yüksek değere ulaşma hedefini olumsuz etkileyecektir.

Hiç değerlendirilmemiş veya değer kaybetmiş olan menkul kıymetler yeniden analiz edilerek sorunun sektörel mi yoksa işletme bazında mı olduğu araştırılmalıdır. Amaç portföy getirisini en yüksek değere çıkarmaksa o zaman bu menkul kıymetlerin elde tutulması portföy açısından zarar veya gereksiz maliyet yükü oluşturacaktır. Zararda aslında bir maliyet unsurudur. Çünkü o zarar eldeki sermayeden karşılanmaktadır. Eğer hisse senedi ile yaptığımız analiz doğru fakat sektörde veya işletme bazında bir sorun varsa ve bu geçici görünüyorsa hisse senedini portföyde tutmak çok maliyetli olmayacaktır ; fakat sorun kalıcı ise o zaman bu hisse senedini elde tutmayı onunla ilgili beklentilerimizi ertelememiz gerekir. Eğer hisse senedinin elimizdeki maliyeti yüksekse o zaman portföy yönetiminde “yönetim stratejileri” tekniklerinden yararlanmak gerekir.

Portföyün değerlendirilmesi ; portföyün başarısı ve revizyonu açısından önem taşımaktadır. Oluşturulan portföyün belli bir zaman içerisinde ne kadar değer

kazandığını ve bu değerlendirme sonrasında yeni oluşturulacak olan portföy için hangi menkul kıymetlerin dahil edileceği, hangilerinin bir süre daha portföyde kalacağı belirlenmiş olur. Bir başka anlatımla, portföy değerlendirilmesi sonucunda oluşturulan portföy revizyonu ile piyasada ortaya çıkan fırsatlar değerlendirilmiş ve portföyün verimi artırılmış olur.

Görüldüğü üzere portföy revizyonu, portföy yönetiminin nasıl olması ve nelerin yapılması konusunda aslında şimdiye kadar anlattıklarımızın genel bir değerlendirilmesidir. Çünkü revizyonun doğru değerlendirilmesi için sürekli olarak ekonominin, sektörel gelişmelerin, işletmelerin menkul kıymet bazında incelenmesi ve siyasî gelişmelerin analizinin yapılmasını zorunlu kılmaktadır.

### **3.7. PORTFÖY YÖNETİM STRATEJİLERİ**

Gelişmiş sermaye piyasalarını incelediğimizde ilk gördüğümüz fiyatların belli bir hareketlilik halinde olmasıdır. Bir başka anlatımla fiyatlardaki dalgalanmalar yatırımcıların yatırım kararı vermesinde oldukça önemli bir etmendir.

Eğer piyasalarda iyimserlik varsa yatırımcı fiyatların yükselmiş olmasına rağmen daha da yükseleceğini ; tam tersi durumda, yani eğer piyasalarda kötümser bir beklenti hakimse o zaman fiyatların daha da düşeceği düşünülür. Dolayısıyla hangi oranda ve hangi fiyatlardan alım-satım yapması gerektiğini pek değerlendiremez. Bu noktadan yola çıkılarak çeşitli stratejiler yapılmıştır. Portföy yönetimine uygulanacak stratejiler “Pasif Portföy Yönetimi” ve “Aktif Portföy Yönetimi” olarak iki grupta toplanabilir.<sup>59</sup>

Pasif portföy yönetimi stratejisinde yatırımcı ; pazarın ve hisse senedinin performansını izlemez ve Pazar ile ilgili tahminlerde bulunmaz. Yatırımcı, belli grup portföyleri uzun vadeli tercih ederek sadece Pazar riskini üstlenir. Aktif portföy yönetimi stratejisinde ise yatırımcı ; pazardaki ve yatırım kararlarını etkileyecek gelişmelere ve değişimlere dayanarak yapacağı tahminlere göre portföyünde bulundurduğu hisse senetlerini revize etmesidir. Yani pasif portföy yönetiminde yatırımcı sadece sistematik riske katlanırken ; aktif portföy yönetiminde yatırımcı hem sistematik riske hem de sistematik olmayan riske katlanmaktadır.

#### **3.7.1. Pasif Portföy Yönetim Stratejisi**

Daha çok piyasayı tanımlayan ve riskten kaçan yatırımcıların tercih ettiği bir portföy yönetim stratejisidir. Burada yatırımcının amacı, portföyünde çok çeşitlendirme yaparak riski azaltırken ; uzun vadede pazar getirisine yakın bir getiri sağlamaktır. Yatırımcı, sadece pazarı satın almakta ve risk olarak pazarın oluşturduğu sistematik riski üstlenmektedir.<sup>60</sup> Zaten “Pasif” sözcüğü ile anlatılmak istenen de budur. Yatırımcı ; herhangi bir profesyonel yardım almadan sadece pazar verimi kadar getiri elde etmektedir. Özellikle uzun vadeli yatırım ve emeklilik fonları tarafından tercih edilen portföy yönetim stratejileri ; sadece pazar riskini taşıdığından ve maliyetlerin düşük olmasından dolayı uzun vadede iyi getiriler sağlamaktadır.

<sup>59</sup> N.J.B. ZINBERG, E.D. : ZEIKEL, A. “Investment Analysis and Portfolio Management” s: 586 Illinois 1987.

<sup>60</sup> FISHER, D.E : JORDAN, R.J. “Security Analysis and Portfolio Management” Prentice-Hall Inc. New Jersey 1987.

Portföy yönetimi stratejisi sıkça tercih edildiği piyasalar genelde yükselme trendi olan piyasalardır.

Pasif portföy yönetimi stratejisinin temel özellikleri şunlardır :

- Seçilen hisse senetleri pazarı temsil ettiği için ve oluşturulan portföy uzun vadeli olduğu için portföydeki hisse senetlerinin devir hızı düşüktür.

- Portföydeki hisse senetleri fazla değişmediği için işlem maliyeti de düşüktür.

- Portföy oluşturmak için seçilecek hisse senetleri için yapılacak araştırma ve giderleri asgarî seviyede gerçekleşir.

- Yatırımcı, oluşturduğu portföydeki taşıdığı risk sadece pazarın riski ; yani sistematik risktir.

### **3.7.2. Aktif Portföy Yönetim Stratejisi**

Profesyonel bir portföy yöneticisi, hisse senedi yatırımlarını ve seçimini yaparken tüm teknik ve teme analiz yöntemlerini kullanarak portföyünü oluşturur. Çünkü profesyonel bir yatırımcı, geleceğe yönelik doğru tahminlerde bulunarak ve doğru zamanda doğru hisse senetlerini seçerek pazarın getirisi üzerinde bir getiri elde etme amacındadır. Yatırımcı ; burada yüksek getiri peşinde koşarken ; pazar riskinin oluşturduğu sistematik riskten başka kısa vadeli yatırım kararları sonucu seçtiği hisse senetlerinin sistematik olmayan risklerinin oluşturduğu taşıyacağı toplam risk de artmaktadır. Zaten aktif sözcüğü ile anlatılmak istenen ; doğru zamanda doğru hisse senetlerinin seçilerek yüksek getiri elde etmektir. Profesyonel bir yatırımcı ; aktif portföy yönetimi yaparken ; beklentilerin dışında bir beklentiye sahip olarak gerçekleşecek fiyat hareketlerini önceden doğru tahmin etmeli ve pazar getirisinin üzerinde bir getiri elde etmelidir. Aktif portföy yönetiminde amaçlardan biride teoride yapılması gereken temel ve teknik analiz yöntemlerinin sinyallerini doğru şekilde değerlendirilmesidir. Bu yapıldığında portföy yöneticisinin yüksek performans sağlaması ve yüksek kazanç elde etmesi doğal bir sonuç çıkacaktır.

Aktif portföy yönetim stratejisinin temel özellikleri ise şunlardır :

- Aktif portföy yönetim stratejisinde bir hisse senedinin portföy içinde kalma süresi, pasif portföy stratejisine göre daha kısa olduğundan ; portföydeki hisse senetlerinin devir hızı yüksektir.

- Hisse senetlerinin devir hızlarının yüksek olması sonucu toplam işlem maliyetleri artmaktadır.

- Aktif portföy yönetiminin yapılabilmesi ve bunda başarı sağlanabilmesi için yatırımcı yönetim ve araştırmaya ağırlık vermeli ; bu da yönetim maliyetlerinde bir artışa neden olmaktadır.



- Yatırımcı, yaptığı yatırım ve beklentilerinin pazar getirisi üzerinde olmasından dolayı taşıdığı riskte artmaktadır.

Aktif portföy yönetim stratejisinde önemli bir değerlendirme kriteri de “Beta katsayıları”dır. Beta katsayısı, herhangi bir hisse senedinin pazardaki dalgalanmalara karşı olan duyarlılığının ölçülmesini ifade etmektedir. Diğer bir anlatımla portföy içindeki hisse senetlerinin payının bir birim artırılması sonucu portföyün varyans değerinde meydana gelen değişimdir. Pazar endeksinin beta katsayısı +1.0 olduğuna göre ; beta katsayısı +1.0’dan büyük olan hisse senetlerinin portföye alınması sistematik olmayan riski arttıracaktır.<sup>61</sup> Portföy içinde bulunan hisse senetlerinin beta katsayıları portföy riskini istatistiksel olarak ifade etmektedir. Örneğin yükselme ihtimali olan bir piyasada portföye dahil edilecek hisse senetlerinin beta katsayılarının yüksek olması gerekir. Çünkü ; yüksek riske karşılık getirinin de artması beklenir.

Beta katsayısı dikkate alınarak yapılan portföylerde şu iki önemli etken unutulmamalıdır.

- Pazar getirisi ve trendi hakkında doğru tahminin yapılması ;
- Hisse senetleri fiyatları ve pazar endeksinin tahmin edildiği zaman aralığı ile beta katsayılarının ölçüldüğü zaman aralığı birbirine orantılı olmalıdır.

Portföy yönetiminde kullanılan diğer stratejiler şunlardır :

- Satın al ve elde tut stratejisi,
- Maliyet ortalama stratejisi,
- Sabit oran stratejisi,
- Analiz yöntemine dayanan stratejiler,
- Endeks içerikli fon stratejisi.

Şimdi bu diğer yatırım stratejilerini kısaca açıklayalım :

### **3.7.3. Diğer Portföy Yönetim Stratejileri**

Bu yatırım stratejileri genel olarak basit yaklaşımlar olup ; daha çok pasif yatırımcıların kullandığı stratejilerdir. Özellikle piyasayı izleme olanağı olmayan veya yasaya ilgi duyduğu halde aktif olarak yatırım yapamayan yatırımcıların kullandığı yatırım stratejileri şunlardır.

- Satın al ve elde tut stratejisi : “Basit portföy yönetimi” olarak da adlandırılan bu yöntemde satın alınan menkul kıymetler belirli bir süre elde tutulması ve tutulan istenene eşit olmasıdır. Bunda zamanlama konusunda bir açıklık yoktur. Satın alınan

---

<sup>61</sup> FISHER, D.E. JORDAN, R.J. “Security Analysis and Portfolio Management” Prentice-Hall Inc. New Jersey, 1987.

menkul kıymetler alındıktan sonra istenen süreye kadar hiçbir işleme yapılmaz. İstenen süre sonunda menkul kıymetler satılır.

- Maliyet ortalama stratejisi : Belirli aralıklarla eşit tutarlarda bir sermaye ile menkul kıymetlerin alınmasıdır. Burada en önemli iki şey vardır. Birincisi, alım için eşit zaman biriminin (bir ay, bir hafta gibi) seçilmesi ve ikincisi, o menkul kıymetlerin alımı miktar sermayenin yatırılması esastır. Bu yaklaşım iki açıdan değerlendirilebilir.

1. Eğer yatırımcı iyimser bir piyasada bir menkul kıymet almışsa ve herhangi bir nedenle piyasanın yönü terse dönmüş ve alınan menkul kıymetlerin maliyeti kasa fiyatının üstünde ise o zaman maliyetin düşürülmesi daha aşağı fiyatlardan menkul kıymet alınarak maliyetler düşürülür ve önceki duruma oranla kâr marjı arttırılır.

2. Eğer yatırımcı yatırım yapmayı planladığı menkul kıymette geleceğe yönelik olumlu beklentiler içindeyse (yatırımlarını tamamlaması, yüksek kâr beklentisi, pazar payının artması gibi) o zaman bu beklentileri doğrultusunda ve beklentileri gerçekleştikçe o menkul kıymete yatırım yapacaktır ve buna göre bir kazanç beklentisi oluşacaktır.

- Sabit oran stratejisi : Bu stratejide, portföydeki hisse senetleri ile tahvillerin kasa değerinin aynı kalması esasına dayanır. Bir başka anlatımla getirisi belli olmayan menkul kıymetler ile sabit getirili menkul kıymetler aynı oranda portföyde yer alır.

$$\frac{\text{Hisse Senetlerinin Portföy Değeri}}{\text{Sabit getirili Menkul Kıymetler Portföy Değeri}} = 1 \text{ olmalıdır.}$$

Burada amaç hem portföy riskini azaltmak hem de yükselen piyasada orana bağlı kalmak suretiyle hisse senetlerini satmak, düştüğünde almak ve bu yükseliş düşüş esnasında sabit getirili menkul kıymetlerin getirisinden de faydalanmaktır.

- Analiz Yöntemine Dayanan Stratejiler : Adından da anlaşılacağı gibi bu stratejinin esasını “analiz” oluşturur. Analiz yöntemlerini tekrar hatırlarsak ; temel analiz, teknik analiz ve kantitatif analizdir.

Temel analizde ekonomik temel veriler ele alınarak yapılan ve genellikle uzun dönem yatırım için kullanılan yöntemdir. Teknik analiz ise kısa dönemli ve fiyat hareketlerinin yarattığı avantajlardan veya temel analiz sonucu elde edilen bilgilere göre ne zaman menkul kıymetlerin alınması gerektiğini ortaya koyan yöntemdir. Bunlardan farklı olarak kantitatif analiz ise menkul kıymetlerin tek tek performansını ile portföyün tamamının performansını ölçer.

- Endeks içerikli fon stratejisi : Endeks kapsamında bulunan hisse senetlerine yatırım yapılmalı ve bu yatırım hisse senetlerinin endeksteki ağırlıkları oranında olmalıdır. Etkin piyasa hipotezine dayanan bu stratejide uzun dönemde endeksten daha fazla getiri elde edilemeyeceğine inanılmasıdır. Pasif bir portföy yönetim stratejisi olan bu yöntemdeki temel mantık ;” aslında borsadaki hareketi en doğru yönde gösteren endeks ise ve endeksi oluşturan hisse senetlerine yapılacak yatırım en azından endekse yakın bir hareket oranında kazanç elde edilir.” düşüncesidir.

### 3.8. ULUSLAR ARASI SERMAYE AKIMLARI VE PORTFÖY YÖNETİMİ

Sermaye piyasalarının gelişmesinde ve likiditenin artmasında sıcak para da uluslar arası sermaye akımları son derece önemlidir. Bu sermaye akışı ile ekonomide ve sermaye piyasalarında bir canlanma olacak ; dolayısıyla iyi oluşturulmuş bir portföy yüksek kazanç sağlayacaktır. Sermaye akımlarının bir ülkeye gitmesi için, o ülkenin ekonomik ve siyasî gelişmelerinde olumlu yönde atılımların olması veya bu olumlu atılımların olacağına yönelik sinyallerin belirmesi gerekir. Çünkü yabancı sermaye, çekingenliği nedeniyle kolaylıkla hareket yönünü değiştirebilir. Girdiği ülke ekonomisine-ülkenin gayrisafi milli hasılasına oranla- büyük canlılık ve sektörde bir büyüme sağlarken ; aynı şekilde çıkarken ekonomide bir azalmaya, durgunluğa ve likidite sıkıntısına neden olmaktadır. Bu etkiler sonucunda bölgesel, bazende global krizlerin oluşmasına neden olmaktadır. Bu duruma en iyi örnek Asya ve Rusya krizleridir. Temmuz 1997'de Asya'da başlayan ve Ağustos 8 tarihinde Rusya'da devam eden, önceleri Uzakdoğu Asya ülkelerinde bölgesel kriz olarak değerlendirilen fakat daha sonra Rusya'da ortaya çıkan sorunlar sonucunda globalleşen yeni kriz dalgası ile uluslar arası sermaye akışında tek yönlü bir hareket olmuş ve sonucunda tüm dünya borsalarında, özellikle İMKB'de düşüşler ve büyük kayıplar yaşanmıştır. Bu kriz öncesinde oluşturulan bir portföy ne kadar optimal olursa olsun ; bu sermaye kaçışı sonrasında portföy değerinde büyük kayıpların oluşması engellenememiştir. Bu açıdan bakıldığında yatırımcının, özellikle portföy yöneticisinin uluslar arası sermaye hareketlerini de yakından izlemesi yararlı olacaktır.

Bu krizin İMKB'deki etkisi aşağıdaki grafikteki gibidir<sup>62</sup>.

#### Şekil 16: 1997 – 1998 Krizinde İMKB'nin Seyri

Şekil 20'de de görüldüğü gibi İMKB endeksi dolar bazında 02.05.1994 tarihi ve 23.10.1997 tarihi arasında % 371 oranında bir artış sağlarken ; 16.07.1998 tarihi ile 17.08.1998 tarihi arasında - % 45 oranında bir gerileme göstermiştir. Bu gerileme daha sonra da devam etmiştir. Burada yükseliş ile düşüşün nedenlerini kısaca belirtebiliriz.

<sup>62</sup> Yeniüzyıl Gazetesi, Finans Sayfası 18.08.1998

Yükselişin nedenleri ;

- Ekonomi son üç yıl üst üste büyüme göstermesi ;
- Dövizin kontrol altına alınması ve faizlerde yaşanan göreceli düşüşler ;
- Yatırım fonlarına olan talebin fazlalığı ;
- Özelleştirme konusunda beklentilerin artması ve hükümetlerin bu konularda çalışmalarda hız verilmesi ;
- Bu gelişmelerin sonucunda yabancı sermaye girişinde artışların olmasıdır.

Düşüşün nedenleri ise ;

- Asya krizi ile başlayan global krizin derinleşmesi ;
- Yerel ve genel seçimlerin öne alınması ;
- Vergi etkisi ile halka arzların yoğunlaşması ;
- Siyasî ve ekonomik konularda ortaya çıkan belirsizlik nedeni ile yabancı sermayenin çıkışının hızlanması ilk nedenler olarak ortaya çıkmaktadır.

### **3.8.1. Uluslar arası Sermaye Akımlarını Etkileyen Temel Faktörler**

Genel olarak bu etkenleri üç başlık altında toplayabiliriz.<sup>63</sup> Bunlar :

- Makro ekonomik etkenler ;
- Mikro ekonomik etkenler ;
- Sosyal etkenler.

Risk kavramı ve temel analiz konuları içinde de ele aldığımız bu etkenler, uluslar arası sermaye akışını yakından etkilemektedir.

Sermayenin dışa açılımı ; genelde yüksek enflasyona sahip ve yeterince güçlü olmayan ülkelerden daha güvenceli ve istikrarlı ekonomik yapıya sahip ülkelere doğru kaymaktadır. Uluslar arası sermayenin bir ülkeye çekilebilmesi için makro ekonomik politikaların istikrarlı büyüme amacı gütmesi gerekir.<sup>64</sup> Ekonomik hedef olarak ise enflasyonu düşük düzeyde tutmak ve istikrarlı döviz kuru sağlamak gerekir. Bunlar genel olarak sağlanması ve siyasî istikrarsızlığın giderilmesi yabancı sermaye akışını ve

<sup>63</sup> Uluslar arası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye. s: 23 Araştırma Müdürlüğü, İMKB. İstanbul, Aralık 1994.

<sup>64</sup> COZZINI, Angela. "Cros Border Capital Flow" FIBU Conference. s : 14-15. Milan 20. June.1994.

sermaye piyasalarında canlanmayı sağlayacaktır. Burada şunu söylemek doğru olacaktır. Ekonomik performansla hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki vardır.

Ekonomik ve politik etkenler doğrudan doğruya ülkenin borç yükümlülüklerini etkilerken ; sosyal etkenler ise dolaylı yünden etkilemekte ve bu etki nüfus yapısı, eğitim düzeyi, etnik düzeyi gibi etkenlere göre belirlenmektedir.<sup>65</sup>

Ayrıca kapitalizasyon düzeyinin yetersiz olması, uluslar arası yatırımcılar için önemli bir engel olarak görülmektedir.<sup>66</sup> Çünkü bu durum yatırımcı tercihlerini sınırlamaktadır.

Uluslar arası sermaye akışı klâsik finansal akım açısından uzun vadeli ve kısa vadeli olarak meydana gelir.

Uzun vadeli sermaye akımı tahvil ve özkaynak olarak girerken ; kısa vadeli sermaye akımı ise arbitraj ve spekülasyon şeklinde gelir.

Şematik olarak gösterirsek :

## Şekil 17 : Uluslar arası Sermaye Akışları

---

<sup>65</sup> Uluslar arası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye s: 27 Araştırma Müdürlüğü, İMKB İstanbul, Aralık 1994.

<sup>66</sup> ASLAN, Nurdan. Uluslar arası Özel Sermaye Akımları s: 89 Türkmen Kitapevi. İstanbul, 1997.

Tahvil ve özkaynak olarak bir sermayenin gelmesi ; o ülkenin risk primi ile orantılıdır. Diğer bir anlatımla ülkenin uluslar arası alandaki kredi notu ; o ülkenin tahvil akışı yoluyla uzun vadeli borç bulmasına ve çok uluslu büyük işletmelere, yatırımlarını tesis, fabrika v.s. olarak faaliyete geçirebilmeleri için, o ülkenin yabancı sermayenin girişini kolaylaştıracak hukukî ve ekonomik altyapıları düzenlemiş olmalarına göre kararlaştırmaktadır.

Arbitraj ve spekülasyon, uluslar arası ayarlamayı kolaylaştıran kısa vadeli sermaye hareketleridir.<sup>67</sup> Finansman sektörü dışı açık bir ekonomide, o ülkenin finansman araçlarından elde edilen gelirin ; diğer ülkelerin finansman araçlarından sağlanacak getiri, reel kur uygulaması, beklenen enflasyon oranı ve risk faktörü toplamına eşit olduğu zaman, iç ve dış faiz arbitrajı için gerekli ortam oluşmaktadır.<sup>68</sup>

Kısaca ;

$$İ_d = İ_f + rF + \Delta P_t + R$$

$İ_d$  = Söz konusu ülkenin finansal araç geliri,

$İ_f$  = Diğer ülkenin finansal araç geliri,

$rF$  = Reel kur uygulaması,

$\Delta P_t$  = Beklenen enflasyon oranı,

$R$  = Risk faktörü.

Bu eşitliğin bozulması ve beklentilerin değişmesi durumunda tercihlerde değişmektedir.

Uluslar arası yatırımcılar, yeni gelişen sermaye piyasalarında daha yüksek büyüme potansiyelinden ve arbitraj imkânından yararlanmak amacındadırlar. Bu amaçla portföy çeşitlendirmesi yaparlarken gelişen ülke piyasalarındaki menkul kıymetleri portföylerine alırlar. Ayrıca yabancı yatırımcılar, portföylerini oluşturmadan önce yatırım yapacakları ülkede siyasî istikrar, hukukî düzenleme ve ekonomik sendikalarındaki serbestleşme unsurlarını da görmek isterler.

Siyasî istikrar uluslar arası yatırımcılar için çok önemlidir. Çünkü yatırım kararlarında üstlenmek zorunda kalacakları ülke riski, ülkenin ve içinde bulunduğu bölgenin ekonomik, siyasî ve sosyal riskini bir bütün olarak yansıtır. Örneğin kasım-nisan 1998 döneminde, ülkemizde hükümetin gensoru ile düşürülmüş olması ve yerel

<sup>67</sup> ASLAN, Nurdan. A.G.E. s: 51

<sup>68</sup> "Türkiye'de İç ve Dış Faiz İlişkilerindeki Gelişmeler" s: 13-14. Maliye Yazıları. Sayı22. Şubat 1990.

seçimlerin yaklaşması nedeniyle gerek tahvil piyasasının gerekse hisse senedi piyasasının cazip olmasına rağmen ülkedeki siyasî risk nedeniyle yabancı yatırımcı çok fazla bir iş yapmamıştır.

Ekonomi politikalarındaki serbestleşme de yabancı sermaye akışını etkilemektedir. Özellikle uluslar arası piyasalara entegrasyon, kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının kaldırılması, özelleştirme çalışmaları gibi gelişmeler yabancı sermaye akışını etkilemektedir.

## **4 . PERFORMANS DEĞERLEME YÖNTEMLERİ**

### **4.1. PORTFÖY YÖNETİMİNDE PERFORMANS MAKSİMİZASYONU**

Portföy yönetiminde temel ve teknik analiz oldukça önemli konulardır. Fakat bu yöntemlerle pazarı yenmek yeterli olmayabilir. Özellikle hisse senedi piyasası birçok faktörden etkilenmektedir. Pazarı yenmek için bu analizlerin yanısıra başka yöntemlerde geliştirilmelidir. Çünkü temel ve teknik analiz bilgi ve tecrübe gerektirmektedir. Bu bilgi ve tecrübeler subjektif olduğundan ve yorumlayana göre değişik anlamlar taşıyacağından sonuçta değerlendirmelerde farklılıklar olacaktır. Dolayısıyla pazarı yenmek için yeni ve daha somut veriler elde edilebilecek yöntemlerin zorunluluğu kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Böylece portföy yönetimi uygulanırken daha yüksek başarı elde etme şansı kendiliğinden belirmektedir. İşte bu yaklaşımın sonucunda çeşitli araştırmalar yapılmış ; piyasaya etki eden bazı araçların olduğu görülmüş, endeks bazında zaman serileri teknikleri denenerk performansta maksimuma ulaşılma yolları aranmış ve “Ayrırım Analizi”<sup>69</sup> denilen yeni analiz tekniği geliştirilmiştir.

Etkin piyasa teorisi ; bütün yatırımcılar piyasadan bütün bilgilere aynı zamanda ulaşabildiklerine göre , piyasanın üzerinde bir getirinin elde edilemeyeceği düşüncesi üzerine kuruludur. Fakat araştırmalar göstermiştir ki etkin piyasa teorisinin ortaya koyduğu piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği düşüncesini sapınçlar (anomali) etkisiz bırakmıştır. Bunlar ; özellikle yıl sonu bilançosunun zamansız denetimden geçmesi ile kesin olarak açıklanması ve genel olarak bir yükselişin yaşandığı “Ocak ayı etkisi”, yatırımcıların haftasonunda ortaya çıkması,durum ve belirsizliklere karşı genelde temkinli olması sonucu ortaya çıkan “haftasonu etkisi”, firma büyüklüğünün yatırımcılara verdiği güven dolayısıyla özellikle yatırımcıların büyük firmaların hisse senetlerini tercih etmesine neden olan “büyük etkisi ve düşük fiyat /

<sup>69</sup> Hisse Senetleri Pazarını Yenme Modelleri ve İMKB Üzerinde Yapay Zeka Modeli Uygulamaları s: 88 Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü. İstanbul 1998.

kazanç oranına sahip hisse senetlerinin yatırımcılar açısından tercih edilmesi ile ortaya çıkan “Fiyat / kazanç oranı etkisi” gibi sapınçlardır. bunlardan özellikle fiyat / kazanç sapıncı piyasada daha fazla etkisi hissedilen sapınçtır.

Zaman serileri üzerine yapılan ve endeksin günlük, haftalık ve aylık tahmin etmeye çalışan ; bunun sonucunda endeks üzerinde yapılacak tahminler ile portföy performansında maksimizasyonu sağlayacak teknikler belirlenmiştir. Bu tekniklerden en tutarlı olanı “Box-Jenkins” yöntemidir. Tek değişkenli zaman serisinin tahmininde kullanılan bu analiz yöntemi ; özellikle İMKB indeksi açısından günlük bazda maksimizasyona eriştiği, haftalık ve aylık bazda ise arasındaki otokorelasyonun azalmaya başladığı görülmüştür.<sup>70</sup>

Ayırım analizinin amacı ise ; prim yapacak hisse senetlerini ; prim yapmadan saptamak ve alım-satımda daha başarılı zamanlama yapmaktır. Ayırım analizi ; heterojen bir bütünü anlamlı parçalara ayırarak gruplandırılmasıdır. Bütün borsada işlem gören tüm hisse senetlerini ele alırsak, bu bütünü ; pazarı yenebilen (prim yapan hisse senetleri) veya pazarı yenemeyen (prim yapmamış veya değer kaybetmiş hisse senetleri) hisse senetleri olarak ikiye ayrılabilir. Veya bu ayırımı ; hisse senetlerinin değer kazandığı veya değer kaybettiği dönemler olarak ta ayırımında bulunmak mümkündür. Böylece yatırımcıların en çok ihtiyaç duyduğu “hangi hisse senetleri?” ve “ne zaman?” sorularına yanıt bulmak daha kolaylaşmış olacaktır. Ayrıca kullanılan modelin isabet gücü test edilerek alınan risk hakkında ayrıntılı bir değerlendirme yapılabilir.

#### 4.2. FİYAT / KAZANÇ ORANI SAPINÇI (ANOMALİSİ)

Pazarı yenme ve portföy yönetiminde yüksek kazanç elde etmede sapınçların olumlu etkisini yadsımamak gerekir. Özellikle fiyat / kazanç oranı etkisi sapınçlar içinde en önemlisi ve en çok dikkate alınandır. Bazı bilim adamları düşük değere sahip olan hisse senetlerinin yüksek oranda getiri sağlayacağını öne süren birtakım bilimsel çalışmalar yapmışlar ve olumlu sonuçlar elde etmişlerdir.

Fiyat / kazanç oranı, yatırımcının bir birim beklenen kazanç için ne kadar ödeme yapmak zorunda olduğunu ifade eder<sup>71</sup>. Bir başka anlatımla F / K oranı ; bir işletmenin kârlılık oranı, varlıkları, yönetim kalitesi gibi etkenlerin dikkate alınmasıyla bulunmuş bir değerdir ve bu değer aslında hisse senedinin denge fiyatını tanımlamaktadır. Bir hisse senedinin gerçek değeri ; sermaye piyasasında kendi değerini mutlaka bulacaktır. Yani aşırı primli bir hisse senedi mi? olduğu yoksa henüz gerçek değerine ulaşmamış bir değerde mi bulunduğu konusunda F / K oranı yatırımcıya ve portföy yöneticisine bir bilgi vermektedir. Bu oran hisse senedi başına fiyatın, hisse senedi başına kazançla oranlanmasıyla bulunur.

$$\text{Fiyat / kazanç oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Düşen Kazanç}}$$

<sup>70</sup> YÜKSEL, İhsan. “İMKB Zaman Serisinin Box-Jensen Yöntemi ile Tahmini” İşletme-Finans İstanbul, Ocak 1997.

<sup>71</sup> STRABAECK, Micheal. “Making Creative Uses of Otherwise Useless P/E Ratios” s: 12- Economic and Financial Prospects. No : 2 April-May, 1997.



Düşük F/K oranına sahip hisse senetlerine yatırım yapmanın, yüksek oranlı olan hisse senetlerine yatırım yapmasına göre daha yüksek bir performans sağladığını ilk önce Nicholson<sup>72</sup> öne sürmüştü ve bunu daha sonra başka bilim adamları izlemiştir. Fakat bu ilk çalışmalarda ortaya çıkan çeşitli değerlendirme eksiklikleri ; sonradan bu konu üzerinde çalışmalar yapan diğer bilim adamlarından Basu<sup>73</sup> ve Reinganum<sup>74</sup> tarafından giderilmiştir.

Basu ; NYSE'de yaptığı ve buraya kayıtlı 750 hisse senedi üzerindeki 14 yıllık çalışmasında ulaştığı sonuç F/K oranına sahip hisse senetlerine yatırım yapanlar ve portföylerine dahil edenler normalin üzerinde getiri sağladıklarıdır. Ayrıca bu düşük F/K oranlı portföylerin yüksek kazançlarının yanı sıra taşıdıkları risklerinin de düşük olduğunu saptamış ve F/K oranı etkisinin büyüklüğünden bağımsız olduğunu da belirlemiştir.

İMKB'de düşük F/K oranlı hisse senetleri üzerinde yapılan bir çalışmada bu etkinin olduğu görülmüştür<sup>75</sup>. İMKB'de en düşük F/K oranlı hisse senetlerine yapılacak yatırımların uzun vadede yüksek kazançlar elde edilmesinin mümkün olduğu görülmüştür. Sermaye varlıklarını fiyatlama modeline uygun olarak da oluşturulan portföylerin getiri oranları artarken risklerinin de arttığı gözlenmiştir. Bu değişik F/K oranına sahip portföylerin performansları incelendiğinde en yüksek getiriye sahip olan portföyler en düşük F/K oranlı olan portföyler olduğu saptanmıştır.

F/K oranının üstün ve zayıf yanları şunlardır<sup>76</sup>.

-Aynı sektörde yer alan ve farklı hisse senetlerine ait F/K oranlarının karşılaştırılması için bir güvenilir standart oluşturmaktadır.

- F/K oranı, hisse senedi başına temettünün dağıtılmadığı veya işletmenin zararda olduğu ortamda da kullanılabilir.

- F/K oranı, bir hisse senedinin olması gereken fiyat / kazanç oranını değil ; hisse senedi için olması gereken fiyat / kazanç oranının göstermektedir.

Portföy yönetimi yapılırken seçilen hisse senetlerinin temel analiz yönünden sağlam ve F/K oranı yönünden düşük oranlı olanının seçilmesi ; yatırımcıya yüksek kazanç sağlarken ; portföy yönetimindeki başarı performansının da artmasına neden olacaktır.

### 4.3. BOX-JENKINS YÖNTEMİ

<sup>72</sup> NICHOLSON, S.F. Price Earning Ratios. Financial Analysts Journal. July-August, 1960.

<sup>73</sup> BASU, S. Investments Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earning Ratios. s: 663 Journal of Finance June, 1977.

<sup>74</sup> REINGANUM, M.R. Misspecification of Capital Asset Pricing. Journal of Financial Economics. September, 1981.

<sup>75</sup> KARAN, Mehmet Baha. "Hisse senetlerine Yapılan Yatırımların F/K Oranına Göre Değerlendirilmesi" s: İşletme ve Finans Dergisi. Mart, 1996.

<sup>76</sup> FULLER and FARREL. Modern Investments and Security Analysis. s: 361 Mc Graw-Hill New York, 1987.

George BOX ve G. JENKINS'in birlikte zaman serileri üzerine yaptıkları çalışmalar sonucunda geliştirdikleri ve tek değişkenli zaman serilerinin tahmininde kullanılan bir yöntemdir<sup>77</sup>.

Zaman serileri ; birbirlerini izleyen zaman dilimlerine ait gözlenen ya da kaydedilen verilerden meydana gelmektedir. Zaman serilerini tahmin etmede iki tür yöntem vardır<sup>78</sup>. Birincisi ; verileri trend, mevsimsel, konjonktürel ve tesadüflük olarak bileşenler ayrılması ve bu bileşenlerden geleceğe yönelik tahminlerin yapılmasıdır. İkinci yöntem ise ; ekonometrik zaman serileri yöntemleri kullanarak yapılan tahmin yöntemidir. Bu yöntemin birinci yöntemden farkı ; veriler birbirlerinden ayrı olarak değil, bir bütün olarak ele alınmasını savunur.

Box-Jenkins tarafından geliştirilen bu ikinci yöntem, her türlü veri grubuna uygulanabilmesinden ve doğru tahminler yapmasından dolayı zaman serilerinin tahmininde en çok kullanılan yöntemdir. Eşit zamanlı gözlem değerlerinde meydana gelen, kesikli ve durağan zaman serileri için ileriye yönelik tahmin modelleri kurulması, bu tahminlere dayanarak çeşitli sonuçların elde edilmesi bakımından Box-Jenkins yöntemi sistematik bir yaklaşım getirmektedir<sup>79</sup>. Fakat o zaman serisi durağan değilse o zaman ; Box-Jenkins yönteminin uygulanabilmesi için zaman serisinin durağan zaman serisine çevrilmesi gerekir.

Box-Jenkins yöntemi durağan zaman serileri için geçerli olan bir yöntemdir. durağan sayılabilmesi için ; serinin aritmetik ortalaması, varyans, ve daha yüksek derecelerden momentlerinin zamana göre sistematik bir değişim göstermemesi gereklidir. Bu modele doğrusal stokastik model de denilmesinin nedeni ; zaman serisi gözlem değerleri arasında iç bağımlılığın etkin bir şekilde yer almasından dolayıdır.

İMKB endeksi üzerine yapılan bir çalışma sonucunda ; endeksin durağan olduğu ve kuvvetli bir trendinin olduğu, geçmiş veriler ile arasında güçlü bir ilişkinin nedeniyle geleceğe yönelik tahminlerin yapılabileceği bulguları elde edilmiştir<sup>80</sup>. Fakat Box-Jenkins yönteminin yapılabilmesi için serinin durağan hale yürütülmesi sağlanmıştır. Daha sonra yapılan uygulamanın sonunda, geliştirilen Box-Jenkins modelleri ile İMKB'nin endeks bazında geleceğe yönelik tahminleri yapılmıştır. Yapılan bu tahminlerin doğruluk açısından gösterdiği performans günlük maksimum bir değere ulaştığı ; haftalık ve aylık bazda ise oldukça iyi sonuçların elde edilmesini sağladığı görülmüştür. Bu analiz yönteminin portföy yönetiminde kullanılması endeks bazında yatırımcıya geleceğe yönelik güçlü bilgiler verirken ; yatırımcı, bu yardımcı bilgilerden yararlanarak oluşturacağı portföyün performansının artmasını sağlayabilecektir.

#### 4.4. AYIRIM ANALİZİ

---

<sup>77</sup> BOX, George E. JENKINS, G.M. Time Series Analysis Forecasting and Control. Halden-Day Inc. San Francisco, 1970.

<sup>78</sup> ÖZMEN, Ahmet. Zaman Serileri Analizinde Box-Jenkins Yöntemi. Anadolu Üniv. Basımevi, Eskişehir, 1986.

<sup>79</sup> MABERT, V.A. RADELIFFE, R.C. "A Forecasting Methodology as Applied to Financial Time Series" Accounting Review. 1974.

<sup>80</sup> YÜKSEL, İhsan. İMKB Zaman Serisinin Box-Jenkins Yöntemiyle Tahmini. İşletme ve Finans. İstanbul, Ocak 1997.

Çok sayıda etkenden etkilenen hisse senedi piyasalarında bu etkenleri ve daha objektif değerlendirmek için ayırım analiz tekniklerini kullanmak yatırımcı açısından yararlı olacaktır. Ayırım analizi, heterojen bir bütünü özelliklerine göre gruplarına ayırarak oluşturulan seçenekler içinden hisse senedi seçiminde doğru kararların verilmesine olanak sağlamaktadır. Bu ayırımda ; prim yapmış ve ; pazarı yenen ve yenemeyen gibi çeşitli kıstaslar kullanılabilir. Ayırım güçlü veya daha çok seçenekli olarak da yapılabilir. Ancak uygulamada kolaylık sağlama amacıyla iki seçenekli ayırım analizi modelleri tercih edilmelidir.

Uygulamada birçok ayırım analiz modelleri vardır. Bunlar :

- Doğrusal olasılık modeli (01 Regresyon Modeli),
- Diskriminant modeli,
- Birikimli olasılık modeli,
- Beyin hücreleri ağı modeli'dir.

#### **4.4.1. Doğrusal Olasılık Yöntemi (01 Regresyon Modeli)**

Bu ayırım analizi yöntemi en basit olan yöntemdir. Klâsik regresyon analizi yönteminden tek farkı ; bağımlı değişkene bağlı bir grup içinde ise "0", bu grubun içinde ise "1" değerini almasıdır. Diğer yönleriyle klâsik regresyon analizi yönteminin benzeridir. Buna göre doğrusal olasılık modelinin parametrelerini en küçük kareler ile tahmin etmek olasıdır.

01 Regresyon fonksiyonu aşağıdaki gibidir :

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_m X_m + e_i$$

$Z_i$  = Regresyon Değeri,

$\beta_i$  = Regresyon eğim katsayıları,

$\beta_0$  = Sabit değer,

$X_m$  = Bağımsız değişken,

$e_i$  = Tahminî hata payı

Doğrusal olasılık fonksiyonlarında sabit değer olan " $\beta_0$ " katsayısını – sabit değer teorik bir anlamı olmaması savıyla – ele almayabiliriz.

01 Regresyon analizinin dayandığı varsayımları şunlardır.

- Bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasındaki ilişki doğrusaldır.

- Hata teriminin varyansı sabittir.
- Hata terimlerinin arasında otokorelasyon yoktur.
- Bağımsız değişkenler çok boyutlu normal dağılım gösterirler.
- Çoklu bağıntı sorunu yoktur.

Doğrusal olasılık fonksiyonlarının bu varsayımlarının yanısıra göreceli üstünlükleri de bulunmaktadır. Bu üstünlükler ise :

- Doğrusal olasılık modelleri kurulması en kolay ve en basit olan modellerdir.
- Doğrusal olasılık modelleri üzerinde “T testi”, “F testi” ve “Standart hata” istatistiksel testlerde yapılabilmektedir.
- Çok seçenekli doğrusal olasılık modelinin kurulması, model kurma üzerinde hiçbir değişikliğe yol açmaz.
- Bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasındaki ilişkinin yorumu . Bu, modelin doğrusal olmasından ileri gelmektedir.

Doğrusal olasılık modelinin bu üstünlüklerine rağmen zayıf olduğu yönleri de bulunmaktadır. Modelin zayıf yönleri ise şunlardır :

- Bilindiği gibi tahmini hata payları binom dağılımı özelliği göstermemekte ve dağılım özelliği göstermektedir. Böylece güven aralığı hesaplanabilmekte ve testler uygulanabilmektedir. Fakat ; doğrusal olasılık modelleri ise normal yerine binom dağılım özelliği göstermektedir.
- Hata paylarının varyansları sabit olmayabilir. Doğrusal olasılık modelleri, en küçük kareler yöntemi varsayımlarından biri olan sabit varyans varsayımını sağlamaktadır.
- Tahmini sonuçları negatif veya birden büyük çıkabilir. Doğrusal olasılık modellerinin en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesinde karşılaşılan busorun sonucunda negatif sonuçların “0” ; pozitif çıkan sonuçların ise “1” kabul edilmesi gerekir. Bu sorunun aşılabilmesi için matematiksel programlama yöntemlerinden yararlanmak gereklidir.
- Doğrusal olasılık modellerinde R2 değerinin 0.2 ile 0.6 arasında olması nedeniyle tahmin etme konusunda karar vermek zorlaşmaktadır.
- Bu modelin parametleri sadece eğimi göstermektedir.

#### **4.4.2. Diskriminant Analizi Modeli**

Çok boyutlu diskriminant analizi, doğrusal olasılık ve kuadratik olmak üzere iki gruba ayrılır<sup>81</sup>.

1. Çoklu doğrusal diskriminant fonksiyonu aşağıdaki gibidir :

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_m X_m.$$

$Z_i$  = Diskriminant değeri,

$\beta_0$  = Sabit değer,

$\beta_i$  = Diskriminant katsayısı,

$X_m$  = Bağımsız değişkendir.

Çok boyutlu doğrusal diskriminant modelinin varsayımı şunlardır :

- Modelin kurulmasında kullanılan veriler tesadüfî örnekleme yöntemiyle çekilmişlerdir.

- Grup ayrık (heterojen) olup ; tanımlanabilirlik özelliğe sahiptir.

- Bağımsız değişkenler çok boyutlu normal dağılım göstermektedir.

- Grupların sapma matrisleri birbirine eşittir.

2. Çoklu kuadratik diskriminant modeli : daha karışık bir modeldir. Çünkü bağımsız değişkenlerin birbirlerine etkileri ayrı olarak ele alınır ve ayrı olarak yorumlanır.

Bu modelin varsayımları ise şunlardır :

- Gruplar ayrık (heterojen) olup ; tanımlanabilirlik özelliğe sahiptir.

- Modelin kurulmasında kullanılan verilen tesadüfî örnekleme yöntemiyle çekilmiştir.

- Bağımsız değişkenler çok boyutlu normal dağılım özelliği göstermektedir.

Bu açıklamalardan sonra 01 regresyon analizi ile diskriminant modeli arasındaki farkları ele alabiliriz.

- Diskriminant fonksiyonunun parametreleri ; 01 regresyon fonksiyonunun parametrelerinin tersine ; bağımsız değişkenlerin eğimini değil ; doğrudan doğruya bağımsız değişkenlerinb ayırım güçlerini göstermektedir. Bu nedenle, diskriminant

---

<sup>81</sup> UYAR, Aydın. A.G.E. s: 90.

fonksiyonunun bir bağımsız değişkeninin katsayısı ne kadar büyükse o değişkenin ayırım gücü ve dolayısıyla önemi o kadar fazla olmaktadır.

- Diskriminant fonksiyonu, O1 regresyon fonksiyonunun tersine “T testi”, “F testi” gibi istatistiksel değerlemeler yapılmasına elverişli değildir. Bu nedenle, diskriminant fonksiyonunun gerçekten ayırıcı bir özelliğinin olup olmadığının değişik tekniklerle test edilmesi gerekmektedir.

#### **4.4.3. Birikimli Olasılık Fonksiyonu Modelleri**

İster O1 regresyon modelinde, isterse diskriminant modeli sonucunda elde edilen “Zeta” bileşik değerinde göreceli karşılaştırmalar yapmak zordur. Buna karşılık birikimli olasılık fonksiyonları ile göreceli karşılaştırmalar yapma olanağı doğmaktadır. Çünkü ; birikimli olasılık fonksiyonlarında sonuçlar “0” ile “1” arasında bulunmaktadır. Örneğin, bileşik değeri 0.8 olan “A hisse senedi” ; bileşik değeri 0.2 olan “B hisse senedi”ne göre dört kat daha cazip olmaktadır.

Birikimli olasılık modelleri iki modelden meydana gelmektedir.

- Logit model ;
- Probit model.

Her iki model uç noktalar dışında birbirine benzemektedirler. Örnek çok büyük olmadığı sürece her iki modelde benzer sonuçlar vermektedir. Buna karşılık regresyon ve diskriminant modellerine göre genellikle, daha başarılı sonuçlar elde edilmektedir.

#### **4.4.4. Beyin Hücreleri Ağı Modeli**

Yukarıda açıkladığımız klasik istatistiksel teknikler geniş bir alanda kullanılmalarına karşın ; hisse senedi piyasalarında istenildiği kadar başarılı olamamıştır. Çünkü bu teknikler ; yaptıkları tahmin hatalarını değerlendirip düzeltme olanağına sahip değildir. Ancak bu konuda yapılabilecek tek şey problemi mümkün olduğunca modele uygulamak ve modelin veri tabanını hem nicelik hem de nitelik bakımından daha da geliştirmektir. Fakat bu hem o kadar kolay değil ; hem de ütöpik bir yaklaşımdır. Çünkü bu özellik ; yani bir hatayı değerlendirip düzeltmek sadece insana ait bir özelliktir. İşte bu ütöpik yaklaşıma karşı araştırmacılar ; daha doğru ve uygulanabilir modeller araştırmaya yönelmişlerdir. Bu yönelme ; araştırmacıları, insanların çok uzun yıllardır merak ettikleri ve hakkında çok fazla bilgiye sahip olamadıkları “İnsan Beyni” üzerinde araştırmalar yapmalarına ve bilgi akışının nasıl sağlandığına dair çözümler üretmelerine neden olmuştur.

İnsan beyni ; öğrenmeyi deneme-yanılma yoluyla sağlamaktadır. Beyin, yaklaşık bin milyar nöron adlı hücreden oluşmakla ve her hücre bin başka beyin hücresi ile iletişim halinde bulunmaktadır. İşte bu hücre sayısı ve iletişim yapısı sonucunda düşünen, biyolojik bir makine oluşmaktadır.

Nöronların yapısı çok basittir. Bu yapı bir hücre zarı, bir hücre çekirdeği ve diğer hücrelerle iletişim sağlayan “dendron”lardan meydana gelmektedir.

Biyolojik karar verme mekanizması, beş duyu organından gelen herhangi bir uyarının bir beyin hücresi tarafından alınması ile başlamakta ; daha sonra bu uyarı çok basit matematiksel işlemler sonrasında elektrik akımları şeklinde diğer beyin hücrelerine aktarılmaktadır. Yani bir beyin hücresinde ancak çok basit bir regresyon benzeri istatistiksel hesaplamaların bir kısmı yapılmaktadır. Beynin olağanüstü gücü, hücreler arasında sürekli bir haberleşme ile bu tür hesaplamaları bir araya getiren çok sayıdaki hücrelerden oluşmaktadır. İnsanlar ; karar verirken, geçmiş tecrübelerin oluşturduğu bir veri tabanı oluşturmakta ve bu veri tabanında ise kararı etkileyen faktörler ve zamanında alınması gereken kararlar bulunmaktadır.

İnsan tecrübesinin birçok alanda bu kadar önemli olmasının nedeni ; tecrübenin artması ile beynin olayları öğrenmede ve öğrenme seviyesinin yeterli olup olmadığının test edilmesi olan veri tabanında meydana gelen artıştır. Bu yüzden bilim adamları, insan gibi düşünen ve onun gibi çözümlenmeye gidebilen bir bilgisayarı yapabilmeyi öteden beri arzu etmişlerdir. Bu halen bir rüya gibi görünse de ; bu alanda gerçekten kayda değer ilerlemeler sağlanmıştır. Sonuçta yeni bir karar verme tekniği ortaya çıkmıştır.

“Yapay Beyin hücreleri Ağı Modelleri” denilen bu model ; “Sinir Ağı Modelleri” ile ilk önceleri A.B.D. Savunma Bakanlığı’nın desteği ile komutanların askerî konularda doğru karar almalarına yardımcı olması amacıyla geliştirilmiştir.

Yapay beyin hücreleri ağı modelinin bu kadar ilgi uyandırmasının nedeni ; diğer klâsik yöntemlere göre daha isabetli tahminlerin yapılabilmesine olanak sağlamasından kaynaklanmaktadır. Çünkü bu teknik ; hatasını düzeltebilme özelliğinin yanı sıra çoklu bağlantı, değişken varyans gibi istatistiksel sorunlardan fazla etiklenmemekle ve birikimli olasılık dağılım modelleri gibi klâsik ayırım analizi tekniklerini kullanabilme avantajına sahiptir.

Bu tekniğin dezavantajları ise ;

- Bilgisayar yardımı olmadan bu modelleri çözmek olanaksızdır.
- Bu modellerin çözüm yollarını fonksiyon haline dönüştürerek sonuca ulaşmak olanaksızdır.
- Bu modelde hesaplama zamanı –eğer çok hızlı bir bilgisayar yoksa – günler hatta haftalar alacak kadar uzun olabilir.

Yapay beyin hücreleri ağı modellerini basit şekilde aşağıdaki gibi göstermek mümkündür.

### Şekil 18 : Beyin Hücreleri Ağı Modelinin Şematik Gösterimi

Yukarıdaki basit model ; 3 aşamadan oluşmaktadır. Modelin birinci aşaması veri tabanının oluşturulmasıdır. İkinci aşamada ise gizli basamak adı verilen ve esas hesaplama işleminin yapıldığı kısımdır. Son aşama ise tahmin hataları kullanarak karar vermektir. Böylece hatalar belirli bir seviyenin altına indirilmiş olmaktadır.

Çeşitli öğrenme algoritmaları geliştirilmiştir. Bunlar içinde en bilineni klâsik hata öğrenme algoritmasıdır. Bu algoritmanın formülü aşağıdaki gibidir.

$$W_{ij} = W'_{ij} + (1-M)*LR*e_j*X_j + M*(W'_{ij}-W''_{ij})$$

i = Bağımsız değişken numarasıdır.

J = Yapay beyin hücresi numarasıdır.

$W_{ij}$  = Düzeltilecek olan ağırlık vektörü.

$W'_{ij}$  = Bir önceki aşamada düzeltilecek olan ağırlık vektörü.

$W''_{ij}$  = En son ikinci düzeltilen ağırlık vektörü.

M = Momuntum adı verilen ve önceden belirlenen bir sabit sayı.

LR = Öğrenme katsayısı adı verilen ve önceden belirlenen bir sabit sayı.

$e_j$  = Geri beslemede kullanılan hata katsayısıdır.

Standart öğrenme algoritmasının başlıca üstünlüğü ; çok kuvvetli tahminlerin yapılabilmesi ve hatalara karşı duyarsız olmasıdır. Buna karşılık sakıncası ise ; modelin kurulmasının çok yavaş olması ve bilgisayarın bazen bir problemin çözümünü öğrenebilmesinin haftalar almasıdır.

#### 4.5. AYIRIM ANALİZİNİN UYGULANDIĞI ALANLAR

Ayırım analizleri günlük hayatta başarılı ürünlerin tasarımından hastalığı tedavi eden ilaçların geliştirilmesine kadar birçok alanda kullanılmaktadır. Ancak en çok finans



piyasalarında kullanılmaktadır. Özellikle hisse senedi piyasalarında bir yatırım analizi tekniği olarak bu analizin kullanım alanları şunlardır :

#### **4.5.1. Genel Ekonomik Konjonktür Uygulaması**

Bilindiği gibi ekonomik yaşamda, büyük yada küçük konjonktürel dalgalanmalar olmaktadır. Hatta bazen bu dalgalanmalar ekonomik krize dönüşmektedir. Bunun doğal sonucu olarak işletmeler ve hisse senedi piyasaları olumsuz yönde etkilenmez. Bu ekonomik krizlerin saptanması ise yatırımcılara zamanında tedbir almaları için fırsat sağlayacak ve olası zararlar en asgari seviyede olacaktır.

Ayırım analizleri, klâsik genel ekonomik konjonktür analizlerinden farklı olarak, tarafsız ve tutarlı bir şekilde, ülkelerin risklerini tahmin edebilmektedir. Bu teknik sayesinde

-uygulamada sıkça rastlanan- ekonomik göstergelerin bazılarının olumlu, bazılarının olumsuz sinyaller vermesi sonucunda ortaya çıkan karışıklık önlenmiş olur. Ülkemizde bu konuda bazı çalışmalar yapılmaktadır.

#### **4.5.2. İflas Riskinin Belirlenmesi**

Hisse senedi piyasalarında yatırımcılar için en önemli konulardan biri de işletmelerin iflas riskinin ölçülmesidir. Çünkü iflasın eşiğinde olan veya bu yönde bir eğilim gösteren bir işletmeye herhalde hiçbir yatırımcı yatırım yapmaz. Zaten hisse senetleri ile işletmelerin iflas riskleri arasında bir doğru orantı olduğu yapılan araştırmalarda ispatlanmıştır. İşletme iflas etmeden önceki bir yıl içerisinde ; işletmenin hisse senedi fiyatının üzereinde belirgin bir duyarlılık meydana gelmekte ve özellikle iflastan bir iki ay öncesinde hisse senedinin fiyatında büyük düşüşler meydana gelmektedir.

Bir işletmenin iflas edeceğinin yatırımcı tarafından önceden bilinmesi ;

- Yatırımcı, portföyünde bulunan bu tür işletmelerin hisse senetlerini ayırım analizi ile belirleyerek olacak zararlardan kendilerini korumalarını ;

- İflas riski çok yüksek olan işletmeleri piyasadan daha önce belirleyen yatırımcılar kendilerinde olmayan hisse senetlerini, kendilerinde varmış gibi satmaları ; yani açığa satış yapmaları sonucunda çok büyük kazançlar elde edebilmesi gibi fırsatlar kazanmasını sağlar.

İşletmelerin iflas riskine karşı piyasaların çok duyarlı olması üzerine yapılan çalışmaların sonucunda görülen ; piyasaların buna ancak son yıl ; yani iflastan önceki bir yıl içerisinde tepki gösterdikleri yönündedir. Bu yönde yapılan en önemli analiz "BEAVER"ın 1966 yılında yapmış olduğu analizdir. Beaver, çeşitli malî planlar kullanmış ve bu oranlar içerisinde "Nakit Akışı / Toplam Borç" oranının en fazla ayırım gücü olan oran olduğunu göstermiştir.

Beaver'a göre işletmeye nakit akış girişi ; nakit akışı çıkışının altına düştüğü zaman nakit akım dengesi sıfırın altına düşmekte ve iflas gerçekleşmektedir. İflas olasılığı şu durumlarda artmaktadır.

- Nakit akışı / Toplam borç oranı sıfıra yaklaştıkça iflas olasılığı artmaktadır.

- Beklenen nakit akışında (işletmeye kredi verenlere ve işletme ortaklarına yapılacak ödemeler öncesi) azalmanın artması iflas riskini arttırmaktadır.

- Nakit akışı / toplam borç oranı yükseldikçe iflas olasılığı artmaktadır.

Beaver, ayrıca nakit akışı / borç oranı istikrarlı olan işletmelerin pazarı yendiklerini belirlemiştir. Bir diğer anlatımla, yatırımcıların nakit akışı / borç oranı küçük dalgalanmalar gösteren işletmelerin hisse senetlerini tercih etmeleri kendi yararlarına olacaktır.

#### 4.5.3. Hisse Senetlerinin Fiyatlarının Bulunması

Ayırım analizleri, işletmelerin istenen minimum getiri oranlarının tespitinde kullanılmaktadır. A.B.D.'de derecelendirme (rating) kuruluşlarının verdikleri puana göre yatırımcılar hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Çünkü bu puana göre yatırımcılar minimum getiriyi hesaplayabilmekte ve taşıyacakları risk hakkında bilgi sahibi olmaktadır.

Bu derecelendirme cetveli aşağıdadır.

Risk Seviyesi	Risk Seviyesi Sembolü	A.B.D. Boralarında İşlem Gören İşletmeler	İstenen En az Getiri %
Çok Düşük	( A+ )	Büyük ve En Güçlü İşletmeler	8
Düşük	( A )	Büyük ve Güçlü İşletme	10
Ortanın Altı	( A - )	En İyi İlk 50 İşletme	12
Orta	( B+ )	En İyi İlk 100 İşletme	14

Ortanın Üstü	( B )	En İyi İlk 500 İşletme	16
Yüksek	( B- )	Spekülatif Sayılmaya Başlayan İşletmeler	18
Çok Yüksek		Spekülatif İşletmeler	20
Spekülatif	( C - )	Ödeme Güçlüğü Çeken İşletmeler	25
Çok Spekülatif	( D )	Küçük, Yeni ve Zayıf İşletmeler	33
Aşırı Riskli	( D - )	Küçük ve Sıkıntı İçerisinde Olan İşletmeler	50

Tablo 1 : Hisse Senetlerinin Derecelendirmesi

#### 4.5.4. Şirket Birleşmelerinin Tahmini

Globalleşen dünya ekonomisi ve yeni pazarların olmaması veya mevcut pazarlarda bulunan işletmelerin kıyasıya rekabetleri sonucunda pazarların daralması ile işletmeler ayakta kalabilmek ve varlıklarını sürdürebilmek için yeni stratejiler geliştirmeye başlamıştır. Bunun için öncelikle malî yapılarını güçlendirmeye ve buldukları sektördeki diğer işletmelerle birleşerek yeni bir yapılanmaya yönelmişlerdir. Bu yönelme piyasa tarafından olumlu olarak algılanan bir gelişmedir. Yatırımcılar, bu yönde birleşme olasılığı bulunan işletmeleri önceden tahmin etmeyi başarmaları halinde hisse senedi piyasasında pazarı yenebilecekler ve oldukça iyi kazançlar elde edebileceklerdir.

Şirket evlilikleri üzerine yapılan araştırmalar sonucunda birleşme ihtimalleri şu durumlarda artmaktadır :

- Başarısız yönetim ; bir işletmenin kötü yönetimi sonucunda zarar etmesi sonucu ; bu işletmeyi, başarılı işletmeler ele geçirmek isteyeceklerdir. Eğer işletme yönetiminin başarısızlığı devam ederse bu kaçınılmaz sonuç gerçekleşecek ve işletme, daha iyi yönetilen işletme tarafından satın alınacaktır.

- Büyüme ve sermaye çelişkisi ; malî yönde kaynak sıkıntısı çekmeyen fakat buna karşın yavaş büyüyen işletmelerle, malî sıkıntısı olan ve fakat ; hızlı büyüyen işletmeler arasında şirket evliliği olma ihtimali daha yüksektir.

- Sektör özellikleri ; eğer bir sektörde işletmeler arasında birleşmeler olmuş ise bu durum diğer işletmeler için örnek teşkil edecektir ve o sektörde bulunan fakat henüz birleşme yoluna gitmemiş işletmeler arasında ileride bir birleşmenin olma olasılığını güçlendirecektir.

- İşletme büyüklüğü ; işletmelerin büyüklüğü arttıkça başka işletmeler tarafından satın alınma maliyeti de artacaktır. Bir işletmenin büyüklüğünü çeşitli kriterlere bakarak belirlemek mümkündür. Temel olarak bu kriterler ; işletmenin Pazar değeri / defter değeri oranı, fiyat-kazanç oranı, ticaret hacmi, Pazar payı ve nakit akışıdır.

#### 4.5.5. Tasfiye Değeri Yaklaşımı

Wilcox'ın kumarbazın iflası modeli olarak bilinen bu yöntemle bir işletmenin iflas etmeden önce saptanması amaçlanmıştır. Bir işletmenin iflas etmesi halinde hisse senetlerinin olabilecek en düşük değerinin (fiyatının) tahmin edilmesi ile o işletmenin fiyat değerlemesinin yapılması ilkesine dayanır. Bu işletmenin tasfiye değerini belirleyecektir. Bu yaklaşıma göre işletmenin hayatta kalması ; o işletmenin net nakit akışının sıfırdan büyük olmasına bağlıdır. Net nakit dengesi, bilançolardaki aktif ve pasif kalemlerin belirli oranlarda çarpılması sonucu elde edilmektedir. Bunu formül halinde gösterirsek :

Net Nakit Dengesi = Nakit Değerler (Defter Değeri ) + Menkul Kıymetler (Pazar Değeri) + Diğer Cari Varlıklar + Duran Varlıklar – Toplam Borçlar (Defter Değeri)

Olacaktır. Yalnız buradaki en önemli nokta ; duran varlıkların net nakit değerinin hesaplanmasıdır. Çünkü bu değer aynı zamanda ; iflas anında o işletmenin tasfiye halindeki değeridir. Buradan şu sonuca ulaşabilirsiniz. Net nakit dengesi, o işletmenin hisse senetlerinin borsada düşebileceği en düşük fiyatı olacaktır.

#### 4.5.6. Hisse Senedinin Seçimi ve Doğru Zamanlamanın Yapılması

Yatırımcıların hisse senedi alım-satım kararlarında ayırım analizinden doğrudan faydalanmaları mümkündür. Fakat malî tabloların üçer ay arayla yayınlanması nedeniyle ayırım analizi modellerinden kısa vadeli yararlanma olanağını ortadan kaldırmaktadır. Çünkü ayırım analizi modelleri uzun yatırım kararlarında etkilidir. Ancak kısa vadeli yatırım kararları için finansal varlık modellerinden ve çeşitli teknik analiz verilerinden yararlanma olanağı vardır.

Hisse senedi alım-satımında zamanlama ise, doğru hisse senedini seçmek kadar önemlidir. Hisse senedi alım-satımı zamanlaması konusunda bugüne kadar birçok araştırma yapılmıştır. Bu konudaki araştırmalar daha çok yapay zeka ve onun alt çalışma alanı olan yapay beyin hücre ağları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Son yıllarda bu tekniğin birçok kuruluş tarafından kullanılması uygulamalarının başarılı olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin Tokyo Borsası'nda hisse senedi alım-satımı zamanlaması konusunda kullanılan 'TOPIX' adı verilen model bu tür bir modeldir.

Ayırım analizi ; temel ve teknik analiz gibi geniş bir bilgi ve tecrübe isteyen fakat ; subjektif değerlendirmelerin fazlaca etkili olduğu temel ve teknik analiz gibi yöntemlere alternatif olan bir analiz tekniğidir. Ayırım analizi modelleri, bilgisayar ortamında ve fazla bir deneyim ve bilgi gerektirmeden uygulanabilir. Hatta uygulamacının ileri seviyede matematik bilmesi de gerekmez.

Bu üstünlüklerin yanısıra ayırım analizi modelleri muhasebe tekniklerinden kaynaklanan hatalara karşı da duyarsızdır. Özellikle muhasebe makyajlamasına karşı duyarsız olmasının nedeni ; bilanço makyajlamasının bütün işletmeler tarafından benzer şekillerde yapılmasından dolayı, modelin veri tabanları aynı yönde ve oranda etkilenmesinden kaynaklanmaktadır. Fakat buna karşın ekonomideki yapısal değişimlerin model üzerinde biraz olumsuz etkisi bulunmaktadır. Ayırım analizi modellerinin, yatırımcılarına aldıkları risk hakkında da bilgi vermesi diğer bir üstünlüğüdür.

Tüm bu olumlu yönlerine rağmen ayırım analizi modelleri her zaman istenen sonucu vermemektedir. Eğer gruplara ayrılması istenen kütle homojen bir yapıya sahipse ; o zaman bu kütle gruplara ayrılamamaktadır. Özellikle işletmelerin evliliklerinde (şirket birleşmelerinde) bu durum açıkça görülmektedir.

Hisse senedi pazarını yenmenin bilinen iki yolu vardır. Birincisi ; doğru hisse senedinin seçilmesi , ikincisi ise doğru zamanda alınmasıdır. Bunun için uygulamada temel ve teknik analiz yöntemlerinden faydalanılmaktadır. Fakat bu analizler çoğu zaman istenen sonucu verememektedirler.

Manipülasyon yapılan hisse senetlerini diğer hisse senetlerinden ayırmak içinde ayırım analizi teknikleri kullanılabilir. Ayırım analizi modelleri ile, hisse senedi fiyat ve işlem hacimindeki anormal dalgalanmalar saptanarak, önceden tahmin işlevini gerçekleştirebilirler. Bütün dünyada olduğu gibi bizde de manipülasyonlar istenmemesine ve yasak olmasına rağmen yapılmakta ; bu yüzden de birçok küçük yatırımcı büyük zararlara uğramakta hem de ülke ekonomilerinin gelişmesine olumsuz yönde etki etmektedir. Bu nedenle manipülasyonların yapıldığı hisse senetlerinin saptanması gerek borsa yönetimince gerekse yatırımcılar tarafından büyük önem taşımaktadır. Ayırım analizi modelleri ile bu tür hisse senetlerini saptamak olanaklıdır. Böylece yatırımcı, hareketliliğine kapılarak yanlış hisse senedi seçmekten kurtulurken ; oluşacak zararlarda önceden engellenmiş olur.

Hisse senedi piyasalarında arzu edilen başarının elde edilebilmesi için kamuoyuna açıklanan bilgilerin daha iyi analiz edilmesi ve bu bilgilere dayanarak hisse senedi seçiminde daha iyi tahmin ve değerlendirmenin yapılabilmesi gereklidir. Borsayla ilgilenen hemen herkes fiyat-kazanç oranının düşük olduğu hisse senetleri ile ilgilenmenin daha kazançlı olacağını bilmektedir. Ayrıca bunun temel ve teknik analiz ile desteklenmesi gerekmektedir. Ancak yapılan analizin Pazarın tüm dinamiklerini yenebilmesi oldukça önem taşımaktadır. İşte ayırım analizi bu yönüyle diğer analiz yöntemlerinden ayrılmaktadır. Ayırım analizi ; hisse senedi değeri üzerinde etkili olan çok sayıdaki faktörü bir bütün olarak ve objektif şekilde irdelendiği için oldukça yararlıdır.

- Portföyün yönetimi güçleşir ve araştırma maliyetlerinin artması
- Satın alınacak menkul kıymetin taşıdığı riske göre gerekli getiriyi sağlayamaması

- Portföydeki menkul kıymet sayısının artması ile komisyon giderlerinin artmasıdır.

## 5. PORTFÖY YÖNETİMİNİN FONKSİYONLARI

Portföy yönetimi iktisadî bakımdan ne ifade eder ? Kısaca portföy yönetiminin yerine getirdiği hizmet nedir? Hangi amaca hizmet eder? Bu soruların cevaplanması pratik anlamda portföy yönetiminin fonksiyonlarını belirlememizi, hangi beklentilere sahip olmamız gerektiğini tespit etmemizi sağlar<sup>82</sup>.

Finans sistemi toplumun ve iktisadî sistemin neresindedir? Portföy yönetimi finans sisteminin neresindedir? Toplum, tüketimi kısarak tasarrufa özendirmek suretiyle tasarruf birikiminin sağlanması ve biriken tasarrufların verimli alanlara yatırılmasını kanalize edilmesini sağlayacak olan finansal sistemin ekonomik fonksiyonu, kaynakların optimal dağılımını temin ederek ekonomik kalkınmayı hızlandırmak ve toplumsal refahı arttırmaktır.

Bu açıdan portföy yönetimi, finansal sistemin fon arz edenler ve fon talep edenler arasında köprü vazifesi görenler bölümüne yerleştirebiliriz. Finansal sistemin ve likit olan varlıkları temin ederler. Tasarruf sahipleri ile fon talep edenler arasında miktar ve vade tercihleri bakımından denge kurarlar, tasarruf sahiplerinin istihbarat ve araştırma imkânlarını maliyetini düşürerek genişletirler.

Portföy yönetimi teknik bir bilgi birikiminin ve tecrübenin, yatırımcının yönetilmek üzere tevdi ettiği mal varlığı üzerine lokalize edilmesi, aktarılması işlemidir. Yönetilmek üzere tevdi edilen portföy, süre-miktar-inisiyatif bakımından istikrarlı bir platform üzerine oturtulmuş ise bu aktarım süreci ile birlikte büyüme, geliştirilme ve güncelleştirilme yönleri ile geniş bir imkân alanına sahip olmaktadır<sup>83</sup>.

Portföy yönetiminin ana amaçlarından birisi portföy değerinin artırılması olmakla birlikte bu faaliyet sonucu portföyün likidite, çeşitleme, riskin dağıtılması ve diğer bakımlardan gücü de artırılmış olmaktadır. Bunu portföyün bireysel yönetimine nazaran bir gelişme olarak değerlendirmeliyiz. Son olarak portföy varlığı üzerinde portföy yönetim şirketinin sahip olduğu yönetim yetkisi, portföyün değişen piyasa şartları çerçevesinde güncel hale getirilmesini ve fırsat kabiliyetinin artmasını ya da vizyon olarak geliştirilmesini sağlamaktadır<sup>84</sup>.

Portföy yönetiminde bilimsel tekniklerin kullanılması ve yatırım-değerleme analiz sisteminin karar proseslerinde uygulanması bireysel yatırımcı tarafında güçlüklerle uygulanabilecek hususlardır. Böyle bir bilgi birikiminin ve tecrübenin elde edilmesi çoğu birey için mümkün değildir ya da çok yüksek maliyetlidir. Bir anlamda portföy yönetimi, yüklenen bu maliyetin, yatırımcılar adına kullanılması ve paylaşılmasıdır. Yanı sıra portföy yönetim şirketleri sadece portföy yönetimi ile uğraşan ve başka hiçbir işle ilgilenemeyen şirketlerdir. Bunun nedeni hem portföy yönetimine gereken

<sup>82</sup> Bolak, M. (2001). **Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, ss. 42-48

<sup>83</sup> Soydemir, Selim, (1991). **Menkul Kıymetler Portföy Yönetimi**, SPK Yayınları.

<sup>84</sup> Tüzün, Alper. (2003). **The Portfolio Selection Problem Under Capital Market Integration of European and Emerging Capital Markets**.

konsantrasyonun bozulmaması hem de piyasa fırsatlarının en çok düzeyde yatırımcı portföylerine yansıtılmasının sağlanmasıdır. Burada önem kazanan bir başka husus, portföy yönetiminin kaotik piyasa ortamına karşı daha dirençli olmasının önem kazanmasıdır. Bireysel yatırımcıya nazaran portföy yönetim şirketi, gerek organizasyonu gerek işleyişi ile bu konuda daha üstündür. Portföy yönetim şirketlerinin bireysel yatırımcıya nazaran bir diğer üstün yönü, hafızalarının olmasıdır. Gerek teknik ekipman ve donanım anlamında olsun gerek kadrosunun geniş ve tecrübe sahibi olmasından kaynaklanıyor olsun, portföy yönetim şirketlerinin iktisadî olay ve düşünceler bakımından spect'i daha geniştir<sup>85</sup>.

Portföy yönetim fonksiyonlarından bir diğeri bireysel yatırımcı davranışlarında genellikle görülebilen bazı olumsuzlardan kaçınabilmektir. Küçük siparişler endeksi gösterge arttığında piyasa trendinin yükselişinin de son bulunduğu bilinmektedir. Bunun anlamı küçük yatırımcıların alımları yaygın ve sıklıkla arttığında fiyat seviyesinin artış trendinin son bulmakta olduğudur.

Yine panik dönemlerinde küçük siparişler endeksi arttığında satış döneminin son bulunduğu veya artık satılacak mal arzının son bulmakta olduğu anlaşılmaktadır.

Bir başka unsur, asimetrik bilgi yaklaşımıdır. Finansal piyasalarda karar alabilmek için alım satıma söz konusu olan menkullerin sahibi firmalara hakkındaki bilgi, firma sahipleri tarafından tam olarak bilinmesine karşın piyasa aktörlerince tam ya da doğru olarak bilinmemektedir. Bu zorluğun aşılmasında organize ve hafıza sahibi olma bakımından avantajlı konumdaki portföy yönetim şirketlerin öne çıkmaktadır. Doğal olarak finansal piyasalar ve alım satıma konu olan şirketlerin arasındaki piyasa konumu bakımından portföy yönetim şirketlerinin yeri farklıdır. Gerek halka arzlarda gerek yıllık bilgi aktarım toplantılarında portföy yönetim birimlerinin şirketlerin daha sağlıklı ve yoğun bilgilendirildikleri söylenebilir<sup>86</sup>.

Portföy yönetiminin bir diğer fonksiyonu, yine organizasyonel özelliklerden kaynaklanan değişik piyasalarda işlem yaptırma ve değişik piyasaları izleme kabiliyetidir. Gerek yurt içi yurt dışı olsun, gerek sabit getirili ve değişken getirili enstrümanlara dayalı piyasalar bakımından olsun, bireysel yatırımcıların genellikle tek ayaklı olarak yönetmeye çalıştığı varlıklarını, portföy yönetim şirketleri çok ayaklı hale getirebilmektedir. Portföy yönetim şirketlerinin bir diğer özelliği, yatırımcıları finansal aracı kuruluşların bazı davranış kalıplarından uzak tutabilmesidir. Yapılan araştırmalara göre aracı kuruluşların bazı davranış kalıplarından uzak tutabilmesidir. Yapılan araştırmalara göre aracı kuruluşların mesela hisse senetleri tavsiyelerinin % 77'si alım yönündedir. Bunun değişik sebepleri vardır ancak sonuç olarak yatırımcı portföyü bakımından yansıma yarım kalan hizmet anlamını taşımaktadır. Piyasalarda satış zamanı hakkında zil çalmadığı göz önünde bulundurulursa sonucun başarılı olması beklenmemektedir.

İktisat teorisinde bir çok yaklaşım vardır. Serbest piyasalar akışkandır ve kârların arttığı endüstrilere tahaccüm yaşanır. Yaşanan tahaccüm kârın paylaşımını arttırdığından ve payları düşündüğünden o endüstriye girişler daha sonra yavaşlar.

<sup>85</sup> Konuralp, Gürel. (2002). **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**. Alfa Yayınları.

<sup>86</sup> Corrado C.J. Jordan B.D (2000). **Fundamentals of Investments Valuation and Management, Mc. Graw Hill**.

Doğal olarak portföy yönetimini de bir endüstri olarak düşünecek olursak, bu endüstrinin “referans portföyler” karşısında başarılarının artması ve daha önemlisi bunun dikkat çekmesi, portföy yönetiminin yatırımcı bakımından kârlılığını nasıl etkileyecektir. Pratik olarak portföy yönetim şirketlerinin veri organizasyon güçleri ile hizmet verebilecekleri yatırımcı sayısı belki daha önemlisi yönetebilecekleri portföy miktarı sınırlıdır. Ancak günümüz dünyasında piyasaların derinlik ve genişliği ile yatırım yapılabilecek alanlar (sermaye piyasası araçlarına dayalı) düşünülecek olursa bu endişenin uzun bir dönem yersiz olduğu düşünülebilir. Yine de yatırımcı bakımından hatırlanması gereken husus, portföy yönetim şirketi yöneticilerini bu konuda tedbir alıp almadıklarının sorulmasıdır.

Son olarak portföy yönetimi yatırımcıya istatistiksel açıdan uzun dönemde daha başarılı olan bir sistem sunmaktadır ve bunun karşılığında malî açıdan bir bedel ödemektedir. Ancak yatırımcının katlandığı başka maliyetler de söz konusudur. Bunlardan birkaçı şöyle özetlenebilir ;

Yatırımcılarını likidite etmek istediğinde kendi bilgisi dahilinde ve sözleşme ile belirlenen şartlarda gecikme olabilecektir. Üstelik portföy yönetim şirketinin yatırımcıya portföyü karşılığı kısa dönem ihtiyacını gidermesi bakımından kredi vermesi veya buna aracılık etmesi söz konusu değildir. Bu hususta tek olumlu yan, belirlenen risk grubu dahilinde, piyasa likidite maliyetlerinin yapılan portföy dizaynına olmadığı halde risk grubunu düşük tutmak için likit ve risksiz portföy grubunu tercih eden ya da risk gruplarını toplam portföylerine göre çeşitlendirmeyen yatırımcılar gereksiz portföy yönetim ücreti ödeyebilmektedirler. Bu mahzurları gidermek, bir ölçüde risk grubu çeşitlenmesi ile mümkündür. Portföy yönetiminden erken çıkmak, gereksiz maliyete katlanmaya neden olabilmektedir. Bu bakımdan portföy yönetim şirketinin yatırımcı tipolojisini tespit etmeye yönelik sorularına dikkat etmek gerekir. Son olarak yatırımcının bilgisi ile direktifleri dahilinde ve portföy yönetim sözleşmesi hükümleri çerçevesinde yatırımcının portföyün oluşumu ve değişimlerine müdahalesi sınırlanmış olmaktadır<sup>87</sup>.

## 6. PORTFÖY YÖNETİM FAALİYETLERİ

2004 yılı sonu itibarıyla 59 aracı kurumun Portföy Yönetim yetki belgesi bulunmaktadır. Ancak aracı kurumlardan derlenen verilere göre, aynı tarihte 41 kurum bu hizmeti vermektedir. 2004 yılı sonu itibarıyla aracı kurumlarda portföy yönetiminde 911 bireysel ve kurumsal yatırımcının toplam 3,3 milyar YTL’lik portföyü bulunmaktadır. Ancak, bu rakamları değerlendirirken, herhangi bir yatırımcının birden fazla aracı kurumda hesabı bulunabileceği göz önüne alınmalıdır<sup>88</sup>.

<sup>87</sup> Üstünel, İbrahim Engin, (200) **Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması**. İMKB Yayınları.

<sup>88</sup> **Türkiye Sermaye Piyasası, (2004)**. TSPAKB ss. 64-67



<b>PORTFÖY YÖNETİMİ</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>% Değişim</b>
<b>Aracı Kurum Sayısı</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>2,5</b>
<b>Portföy Yönetimindeki Yatırımcı Sayısı</b>	<b>92</b>	<b>911</b>	<b>-4,3</b>
Bireysel Yatırımcı Sayısı	823	799	-2,9
A Tipi Yatırım Fonu Sayısı	63	50	-20,6
B Tipi Yatırım Fonu Sayısı	54	46	-14,8
Diğer Kurumsal Yatırımcı Sayısı	5	6	20
Diğer Kurum Sayısı	7	10	42,9
<b>Yönetilen Portföy Büyüklüğü (trn. TL)</b>	<b>3,565</b>	<b>3,317</b>	<b>-7</b>
Bireysel Yatırımcı Portföy Büyüklüğü	85	117	37,6
A Tipi Yatırım Fonu Büyüklüğü	135	184	36,3
B Tipi Yatırım Fonu Portföy Büyüklüğü	3,319	2,914	-12,2
Diğer Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü	22	47	113,6
Diğer Kurum Portföy Büyüklüğü	4	55	1275
<b>Müşteri Başı Portföy (myr. TL)</b>	<b>3,745</b>	<b>3,641</b>	<b>-2,8</b>
Bireysel Yatırımcı Portföy Büyüklüğü	103	146	41,7
A Tipi Yatırım Fonu Portföy Büyüklüğü	2,143	3,688	72,1
B Tipi Yatırım Fonu Portföy Büyüklüğü	61,471	63,345	3
Diğer Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü	4,498	7,873	75
Diğer Kurum Portföy Büyüklüğü	551	5,49	896,4

Kaynak TSPAKB Tablo 2

Aracı kurumların yönettiği A tipi yatırım fonu sayısı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 13 adetlik bir düşüşle 50'ye inmiştir. Buna rağmen bu fonların toplam portföy

büyükükleri %37 oranında artarak 184 trilyon TL. olmuştur. Aracı kurumların B tipi fonların sayısı da 54'ten 46'ya inmiş, portföy büyükükü ise % 12 oranında küçölerek 2,9 katrilyon TL. olmuştur.

Bireysel yatırımcılar tarafında, yatırımcı sayısı % 3 oranında azalırken, portföy büyükükü % 38 oranında artmış, kişi başı bireysel portföy büyükükü ise % 42 oranında yükselmiştir.

Sonuçta aracı kurumların portföy yönetim hizmeti sundukları toplam yatırımcı sayısı azalmış, yönetilen portföy büyükükü de düşüş göstermiştir. Yatırımcı sayısındaki azalma büyük oranda bu hizmetlerin portföy yönetim şirketlerine devredilmesinden kaynaklanmaktadır.

Portföy yönetim faaliyetleri, aracı kurumların yanı sıra, portföy yönetim şirketleri tarafından da verilmektedir. SPK tarafından açıklanan verilere göre, 2004 sonunda 21 portföy yönetim şirketi hizmet vermektedir. Buna göre portföy yönetim şirketlerindeki bireysel müşteri sayısı 2004 yılında 466 kişilik artışla 1.785 olmuştur. Bireysel yatırımcıların ortalama portföy büyükükü ise % 19 artışla 107 milyar TL'ye yükselmiştir. Kurumsal yatırımcılar (yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri ve emeklilik yatırım fonları) ve tüzel yatırımcılarla beraber, yönetilen toplam portföy büyükükü 3 katına çıkmış, 17,8 katrilyon TL olmuştur.

<b>PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>% Değişim</b>
<b>Portföy Yönetimindeki Yatırımcı Sayısı</b>	<b>1,478</b>	<b>2,104</b>	<b>42,4</b>
Bireysel	1,319	1,785	35,3
Kurumsal-Tüzel	159	319	100,6
<b>Yönetilen Portföy Büyükükü (trn. TL)</b>	<b>5,827</b>	<b>17,784</b>	<b>205,2</b>
Bireysel	119	191	50,5
Kurumsal-Tüzel	5,709	17,594	208,2
<b>Müşteri Başı Portföy (myr. TL)</b>	<b>3,942</b>	<b>8,452</b>	<b>114,4</b>
Bireysel	90	107	18,9
Kurumsal-Tüzel	35,906	55,154	53,6

Kaynak : SPK Tablo 3

Portföy yönetim şirketleri ile aracı kurum toplamına bakıldığında, yaklaşık 3,015 kişi kurumun profesyonel portföy yönetim hizmetlerine başvurduğu söylenebilir. Ancak, aynı müşterinin farklı kurumlardan portföy yönetimi hizmeti alabileceği ve müşteri sayısında birden fazla kez sayılabileceği göz önüne alınmalıdır. Toplamda, profesyoneller tarafından yönetilen toplam portföy büyükükü 2003 sonunda 9,4

katrilyon TL'den (5,7 milyar \$ ) 2004 sonunda 21,1 katrilyon TL'ye (15,1 milyar \$) çıkmıştır<sup>89</sup>.

## 7.PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN KURULUŞ VE FAALİYETE GEÇİŞ SÜREÇLERİ

Portföy yönetim şirketlerinin faaliyete geçebilmesi 2 aşamada gerçekleşmektedir. Kuruluş aşaması, faaliyet izni alma aşaması.

### 7.1. Kuruluş Süreci

Kurucular, kuruluş şartlarına uygun olarak hazırlayacakları esas sözleşme taslağı, Tebliğ'in 5'inci maddesinde yer alan kuruluş şartlarını taşıdıklarını kanıtlayan belgelerle birlikte kuruluş izni almak için başvururlar<sup>90</sup>.

### 7.2. Kuruluş Şartları

a. Anonim ortaklık şeklinde kurulması

b.Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması

c.Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması

d. Kurucuların portföy yönetim şirketi kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği malî güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olmaları.

e. Ödenmiş sermayesinin 750 YTL'den az olmaması

Kurul, şirketlerin kuruluşu ve pay devirlerinde, gerçek kişi ortakların Kuruldan ileri düzey lisans sınavında başarılı olması şartını arayabilir.

f. Kurucuları ile sermayedeki doğrudan veya dolaylı pay sahipliği % 10 veya daha fazla oran gerçek veya tüzel kişilerin muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması

---

<sup>89</sup> Türkiye Sermaye Piyasası, (2003). TSPAKB ss. 70-72

<sup>90</sup> www.spk.gov.tr

g. Sermayenin % 10 ve daha fazlasının taahhüt eden kurucuların, gerekli kaynağı kendi ticarî, sınaî ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlamaları.

h. Gerçek kişi ortaklarının ;

- Kendi veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilememiş ve konkordato ilan edilmemiş olması

- 7/9/200 tarih ve 24163 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri : V, No : 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara ilişkin Esaslar Hakkında Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinde belirtilen şartları taşıması

i. Esas sözleşmenin Kanun hükümlerine ve Kurul düzenlemelerine uygun olması şarttır.

Şirket ortaklarının yabancı uyruklu olması halinde, Kurulca ortağın ülkesindeki yetkili otoriteden söz konusu ortaklar hakkında olumlu görüş alınır.

Bu maddenin (e) bendinde belirtilen sermaye tutarları, her yıl Maliye Bakanlığınca ilam edilen yeniden değerlendirme oranı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenebilir. Bu durumda, artırılacak sermaye tutarları, ilgili yılın 6 ıncı ayının sonu itibarıyla sağlanır.

Şirketin portföy saklama hizmeti alınması planlanan kuruluşun bildirilmesi ve bu kuruluşun 19 uncu madde sayılan nitelikleri taşıdığını tevsik edici bilgi ve belgelerin Kurula iletilmesi zorunludur.

### **7.3. Kuruluş İşlemleri**

Faaliyet başvurularının Kurulca değerlendirilebilmesi için Şirketin ;

a. Kuruluş şartlarını kaybetmemiş olması

b. Kurulun Aracı Kurumların sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine ilişkin düzenlemeleri ile öngörülen tüm yükümlülükleri yerine getirmiş olması

Söz konusu yükümlülüklerden asgari öz sermaye yükümlülüğü için 5 inci maddenin (e) bendinde yer alan tutarlar dikkate alınır.

c. Blokaj yükümlülüğünün yerine getirilmiş olması

Blokaj yükümlülüklerine ilişkin esaslar ile tesis edilen blokajların kullanım esasları Kurulca belirlenir.

d. 18 inci maddede belirtilen portföy saklama kuruluşlarından hizmet alınması konusunda bu kuruluşlarla sözleşme imzalanması

e. Yönetici ihtisas personeli ile Türk Ticaret Kanunu uyarınca atanan denetçilerinin ve müfettişlerin 5inci maddenin (h) bendinde sayılan şartları taşıması

Bu kişiler için sermaye piyasası mevzuatına aykırılıktan veya 5 inci maddenin (h) bendinde belirtilen diğer fiillerden dolayı suç duyurusunda bulunulması halinde, isnad edilen suçun ağırlığı dikkate alınarak faaliyet izni başvurusu bu işlemin sonuçlanmasına kadar ertelenebilir.

f. Bünyesinde portföy yöneticiliği faaliyetinin yürütülebilmesi için Kurulun lisanslama düzenlemeleri çerçevesinde, lisans belgesine sahip yeterli sayıda portföy yöneticisini istihdam etmiş bulunması

g. Portföy yöneticiliği ile araştırma faaliyetlerinin yürütülmesine uygun sağlıklı bir yönetim, kurulca yapılan düzenlemelere uygun muhasebe kayıt, bilgi ve belge sistemi ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak yeterli organizasyonu kurmuş, teknik donanımı sağlamış, 22 inci maddedeki esaslara uygun bir iç kontrol ve denetim sistemini kurmuş, personelin buna uygun görev tanımları ile yetki ve sorumluluklarını belirlemiş olması

h. Seri : V, No : 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f), (g) ve (h) bentlerinde belirtilen şartlara uyması

Yönetim kurulu üyelerinin en az üçte birinin ileri düzey lisans sınavında başarılı olmaları zorunludur.

**MB**

**PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.**

**KURULUŞ DOSYASI**

**OCAK – ŞUBAT 2005**

## 8. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. ANA SÖZLEŞMESİ

### 8.1. KURULUŞ

**Madde 1.** Aşağıda ünvanları, adları, soyadları, uyrukları, ikametgâhları yazılı kurucular arasında Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde ani surette bir Portföy Yönetim Şirketi kurulmuştur.

Şirketin Kurucuları ;

Ticaret Ünvanı Adı Soyadı	Uyruğu	İkametgâhı
1. MB MENKUL DEĞERLER A.Ş Maslak-İST	T.C.	Ayazağa Mah. No:34 Kat:6
2. ....		
3. ....		
4. ....		
5. ....		

### ŞİRKETİN ÜNVANI

**Madde 2.** Şirketin ticarî ünvanı “MB PORTFÖY YÖNETİMİ ANONİM ŞİRKETİ”dir. Ana sözleşmede kısaca “şirket” olarak anılacaktır.

### ŞİRKETİN MERKEZ VE ŞUBELERİ

**Madde 3.** Şirketin genel merkezi İstanbul'dadır. Şirketin Adresi ; .....'dir. Adres değişikliği halinde yeni adres Ticarî Sicili'ne tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirilir. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na ve Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığı'na bildirilir. Tescil ve ilan edilmiş adrese yapılan tebligat şirkete yapılmış sayılır. Tescil ve ilan edilmiş adresten ayrılmış olmasına rağmen yeni adresini süresi içinde tescil ettirmemiş şirket için bu durum fesih sebebi sayılır. Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almak ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na bilgi vermek şartı ile yurt içinde veya yurt dışında şube veya temsilcilikler açabilir.

## ŞİRKETİN SÜRESİ

**Madde 4.** Şirketin süresi sınırsızdır.

## ŞİRKETİN AMACI VE KONUSU

**Madde 5.** Şirketin amacı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre faaliyette bulunan münhasıran bir Portföy Yönetim Şirketi olarak ilgili mevzuat ile belirlenmiş prensip ve hükümler çerçevesinde, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları da dahil olmak üzere yatırımcılara ait sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylerin, yapılacak bir portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfat ile yönetilmesidir.

Şirket bu amacı doğrultusunda ;

- Müşteri ile aktececeği portföy yönetim sözleşmeleri çerçevesinde sermaye piyasası araçlarına dayalı portföy oluşturacak ve / veya yönetecek,
- Gerekirse portföy yönetim şirketi kuracak veya portföy yönetim şirketine iştirak edecek,
- Hizmetin gerekleri ile sınırlı olarak gerektiğinde taşınır veya taşınmaz mal edinebilecek,
- Portföy Yöneticiliği faaliyetleri ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurulu'nun izin verdiği veya ileride izin vereceği diğer faaliyetlerde bulunacaktır.

Şirket hak ve alacaklarının tahsili ve temini için aynî ve şahsî her türlü teminatı alabilir, bunlarla ilgili Tapu Dairelerinde, Vergi dairelerinde ve diğer Kamu Kuruluşları nezdinde tescil, terkin ve diğer bütün işlemleri yapabilir. Şirket ; huzur hakkı, ücret, kâr payı gibi faaliyetlerinin gerektirdiği ödemeler dışında mal varlığından ortaklarına, Yönetim Kurulu Üyelerine, denetçilerine personeline ya da 3. şahıslara herhangi bir menfaat sağlayamaz.

## ŞİRKETİN BORÇLANMA SINIRI VE MENKUL KIYMET İHRACI

**Madde 6.** Şirket, kredi alamaz, ödünç para verme işlemleri yapamaz, sermaye piyasası araçlarına ilişkin veya bunlardan bağımsız olarak kendi malî taahhütlerini içeren evrak çıkaramaz.

## ŞİRKETİN YAPAMAYACAĞI İŞ VE İŞLEMLER

**Madde 7.** Şirket ; Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuatta belirtildiği ve genel olarak bilindiği şekilde aracılık faaliyetlerinde bulunamaz, doğrudan doğruya veya dolaylı olarak kendi nam ve hesabına portföy oluşturamaz, portföy yöneticiliği faaliyeti ve buna ilişkin işlemler dışında hiçbir ticarî, sınaî ve ziraî faaliyette bulunamaz. Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamaz veya bu sonucu doğuracak işlemler yapamaz, portföy yönetim şirketleri dışında başka şirkete iştirak edemez.



## ŞİRKETİN SERMAYESİ VE HİSSE SENETLERİ

**Madde 8.** Şirketi sermayesi 1.000.000 YTL'dir. Bu sermaye 10.000 YTL değerinde 100 adet hisseye bölünmüştür. Hisselerin tamamı nama yazılıdır. Sermayenin tamamı aşağıdaki kurucular tarafından taahhüt edilip nakden ödenecektir.

Ticarî Ünvanı- Adı Soyadı	Tertibi	Pay Adedi	Pay Tutarı
MB MENKUL DEĞERLER A.Ş	A	12.750.000-	12.750.000.000-
Toplam		25.000.000-	25.000.000.000-

Şirketin sermayesinin belli şartlarda ve miktarda blokaj hakkında Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuatta uygunluk sağlanır. Hisse senetleri Yönetim Kurulu kararı ile bir veya birden çok payı ihtiva eden kupürler halinde bastırılabilir. Şirket ortaklarına ilişkin şartlar konusunda Sermaye Piyasası mevzuatına uyulur.

Şirket hisselerinin devri, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydı ile devralanın portföy yönetim şirketi kurucuları için aranan şartları taşıması halinde Şirket Yönetim Kurulu'nun olumlu kararı ve ortaklık pay defterine kayıt edilmekle şirkete karşı hüküm ifade eder. Yönetim Kurulu sebep göstermeksizin kayıttan imtina edebilir. Türk Ticaret Kanunu'nun 418. maddesi son fıkra hükümleri mahfuzdur. Pay sahipleri, sahibi buldukları payları bu ana sözleşmedeki hükümler saklı kalmak ve ortak sayısı 5'ten aşağı düşmemek kaydı ile devredebilirler. Paylarını devretmek isteyen pay sahibi (satan pay sahibi) devretmek istediği paylarını öncelikle diğer pay sahiplerine (satmayan pay sahibi) teklif edecektir. Satmayan pay sahibi, teklifi tebellüğ ettiği tarihten itibaren 30 gün içinde yazılı olarak teklif edilen payları alıp almayacağını gösteren bir cevap vermek zorundadır. Eğer satmayan pay sahibi teklif edilen payları almak istemezse satmayan pay sahibinin yazılı bildirim tarihinden itibaren bir yıl içinde satan pay sahibi paylarını üçüncü şahıslara satabilir. Ancak, üçüncü şahıs satış fiyatı ve satış şartları satın almayana teklif edilenden daha az ve daha uygun olamaz.

## ŞİRKET YÖNETİM KURULU VE GÖREV SÜRESİ

**Madde 9.** Şirket işleri idaresi Genel Kurul tarafından 3 yıl içinde seçilen en az 4 üyeden oluşacak Yönetim Kurulu'nca yürütülür. Yönetim Kurulu ilk toplantısında aralarında bir başkan ve yardımcı seçer. Yönetim Kurulu'nun görev süresi 3 yıldır. Bu sürenin sonunda görevi biten üyelerin tekrar seçilmesi mümkündür. Yönetim Kurulu üyeliklerinden herhangi birinin boşalması halinde Yönetim Kurulu, Türk Ticaret Kanunu

ile Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuatta öngörülen şartları haiz bir kimseyi geçici olarak bu göreve seçer ve ilke Genel Kurul'un onayına sunulur. Böylece seçilen üye Genel Kurul onadığı takdirde yerine seçildiği üyenin görev süresini tamamlar. Yönetim Kurulu üyeleri Genel Kurul tarafından her zaman görevden alınabilir. İlk Yönetim Kurulu'na seçilenler geçici maddede gösterilmiştir. Yönetim Kurulu üyelerinin çoğunluğunun Türk vatandaşı ve yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmaları, üyelerinin tümünün Sermaye Piyasası mevzuatında öngörülen nitelikleri taşıması gerekir.

## **YÖNETİM KURULU TOPLANTILARI**

**Madde 10.** Yönetim Kurulu şirket işleri gerektirdikçe ve Yönetim Kurulu başkanının çağrısı ile toplanır. Olağanüstü durumlarda üyeler de toplantı için çağrıda bulunabilirler. Ancak ayda en az bir kere mecburen toplanılır. Toplantılarda her üyenin bir oy hakkı vardır. Yönetim Kurulu'nun toplantı gündemi Yönetim Kurulu başkanı tarafından belirlenir. Yönetim Kurulu kararı ile gündemde değişiklik yapılabilir. Toplantı yeri şirket merkezidir. Yönetim Kurulu kararı ile istisnaen toplantı yeri değiştirebilir. Yönetim Kurulu en az 3 üye ile toplanabilir ve kararlarını toplantıya katılanların çoğunluğu ile alır. Oylarda eşitlik olması halinde Başkan olan üyenin oyu iki oy kabul edilir. Yönetim Kurulu üyeleri oylarını kabul ya da red olarak verebilirler, red oyu veren üye gerekçe belirtmek sureti ile karar defterini imzalar. Toplantıya katılmayan üyeler yazılı olarak veya vekil tayin ederek oy kullanamazlar.

## **YÖNETİM KURULU ÜYELERİNİN ÜCRETLERİ**

**Madde 11.** Yönetim Kurulu başkanı ve üyelerinin ücretleri Genel Kurul tarafından belirlenir ve aylık olarak ödenir. İlk yıl ödenecek ücretler geçici maddede gösterilmiştir.

## **ŞİRKETİ TEMSİL VE İLZAM**

**Madde 12.** Şirket, Yönetim Kurulu tarafından yönetilir ve temsil olunur. Yönetim Kurulu, Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu ile ilgili mevzuat ve Genel Kurul tarafından kendisine verilen görevleri ifa eder. Şirket tarafından verilen tüm belgelerin ve yapılan tüm sözleşmelerin geçerlilik kazanabilmesi için bunların şirketin ünvanı altına konulmuş ve şirketi ilzam edebilen 2 kişi tarafından imzalanmış olmaları gerekmektedir. Şirket Yönetim Kurulu, kimlerin şirketi ilzama yetkili olduklarını tespit, tescil ve ilan eder.

## **GENEL MÜDÜR VE MÜDÜRLER**

**Madde 13.** Yönetim Kurulu tarafından, şirketin işlerinin yürütülmesi için bir genel Müdür ve yeterli sayıda müdür atanır. Genel müdürün yüksek öğrenim kurumlarından mezun olması, Sermaye Piyasası ile ilgili 10 yıllık tecrübeye sahip bulunması şarttır. Genel müdür, Yönetim Kurulu kararları doğrultusunda ve Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümlerine göre şirketi yönetmekle yükümlüdür. Genel müdür, Yönetim Kurulu üyeliği sıfatını taşımamakla birlikte, Yönetim Kurulu toplantılarına katılır ancak oy hakkı yoktur.

## YÖNETİCİLERE İLİŞKİN YASAKLAR

**Madde 14.** Yönetim Kurulu üyeleri, genel müdür ve müdürler, Genel Kuruldan izin almaksızın kendileri veya başkaları namına veya hesabına bizzat ya da dolaylı olarak şirketle herhangi bir işlem yapamazlar. Bu maddede geçen şahıslar ve diğer şirket çalışanları mutad yatırımcı-portföy yönetim şirketi ilişkisi dışında şirketin imkanlarından yararlanmak sureti ile kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına imkan sağlayamazlar.

## DENETÇİLER, GÖREV SÜRELERİ VE ÜCRETLERİ

**Madde 15.** Genel Kurul, şirket ortakları arasından ya da hariçten 1 yıl için görev yapmak üzere 2 denetçi seçer. Denetçiler Türk Ticaret Kanunu'nda öngörülen görevleri ifa ederler. İlk yıl için seçilen denetçiler geçici maddede gösterilmiştir. Denetçilere Genel Kurul tarafından tespit edilen ücretler aylık olarak ödenir. İlk ücretler geçici maddede gösterilmiştir.

## GENEL KURUL

**Madde 16.** Şirket Genel Kurul'u olağan ve olağanüstü olarak toplanır. Olağan Genel Kurul, şirket hesap devresinin sonundan itibaren 3 ay içerisinde ve yılda en az 1 kere toplanır. Genel Kurul, Türk Ticaret Kanunu 369. madde hükümleri çerçevesinde Yönetim Kurul tarafından hazırlanan gündemdeki konuları görüşerek karara bağlar. Genel Kurul'un toplanma yeri ve zamanı usulüne göre ilan olunur. Genel Kurul toplantılarında toplantı yeter sayısı Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre tayin olunur. Genel Kurul toplantılarında her pay sahibinin 1 oy hakkı vardır.

## GENEL KURUL TOPLANTI YERİ

**Madde 17.** Genel Kurul toplantıları şirket merkezinde veya şirket merkezinin bulunduğu şehrin elverişli bir yerinde toplanır.

## TOPLANTIDA KOMİSER BULUNMASI

**Madde 18.** Olağan ve olağan üstü Genel Kurul toplantılarında Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın komiserinin hazır bulunması şarttır. Komiser yokluğunda yapılacak Genel Kurul toplantısında alınacak Genel Kurul kararları geçersizdir.

## GENEL KURUL OY KULLANIM ŞEKLİ

**Madde 19.** Genel Kurul toplantılarında oylar vekaleten kullananları da belirleyen belgeler gösterilerek el kaldırmak sureti ile verilir. Ancak hazır bulunan pay sahiplerinin temsil ettikleri sermayenin onda birine sahip olanların isteği üzerine gizli oya başvurmak gerekir.

## VEKİL TAYİNİ

**Madde 20.** Genel Kurul toplantılarında pay sahipleri kendi aralarında veya hariçten tayin edecekleri vekil vasıtası ile temsil olunabilirler. Şirkete pay sahibi olan temsilciler kendi oylarından başka temsil ettikleri ortakların sahip oldukları oyları da kullanmaya yetkilidirler. Yetki belgesinin şeklini Yönetim Kurulu belirler. Yetki belgesinin yazılı olması şarttır. Vekil, vekalet veren ortağın yetki belgesinde belirtilmiş olması kaydı ile oyu devredenin isteği doğrultusunda kullanmak zorundadır.

## **İLANLAR**

**Madde 21.** Şirkete ait ilanlar, Türk Ticaret Kanunu'nun 37. maddesinin 4. fıkrası hükümleri saklı kalmak kaydı ile şirket merkezinin bulunduğu yerde çıkan bir gazete ile en az 2 hafta evvel yapılır. Ancak Genel Kurul'un toplantıya çağırılmasına yönelik ilanların Türk Ticaret Kanunu'nun 368. maddesi hükümleri gereğince, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere 2 hafta evvel yapılması mecburîdir. Sermayenin azaltılmasına ve tasfiyeye ait ilanlar için Türk Ticaret Kanunu'nun 397. ve 438. madde hükümleri uygulanır. Sermaye Piyasası ve Türk Ticaret Kanunu ile ilgili mevzuat gereği sair ilan ve bilgi verme yükümlülükleri saklıdır.

## **BİLGİ VERME**

**Madde 22.** Şirket, faaliyet esasları ile Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ve Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu'na bilgi verme ve ilgili mevzuatta öngörülen rapor ve bilgiler göndermekle yükümlüdür.

## **HESAP DÖNEMİ**

**Madde 23.** Şirketin hesap dönemi, Ocak ayının birinci gününden başlar ve Aralık ayının son gününde biter. Birinci hesap yılı şirketin Ticaret Sicil Gazetes'ne tescil tarihinde başlar ve o yılın Aralık ayının son günü sona erer.

## **KÂR**

**Madde 24.** Kârın dağıtımında ; Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğ hükümlerine uygun olarak dağıtım yapılmak üzere, hesap yılı içerisinde gerçekleştirilen gayri safî kârdan şirket cari giderleri, amortismanlar, karşılıklar ve diğer genel giderler ayrıldıktan sonra geriye kalan miktar safi kârı teşkil eder.

## **SAFİ KÂRIN DAĞITIMI**

### **Madde 25.**

a. Safi kârın % 5'i (Türk Ticaret Kanunu : m 466) kanunî yedek akçe olarak ayrılır.

b. Şirket tarafından ödenmesi gereken Kurumlar Vergisi ve diğer vergiler ile malî mükellefiyetler için karşılık ayrılır.

c. Kalan miktardan pay sahiplerine % 5 birinci temettü verilmesine yetecek kadar pay ayrılır. Geri kalan kısım üzerine Genel Kurul'un tespit edeceği şekil ve esaslar dahilinde tasarruf olunur.

İkinci temettü payı olarak pay sahiplerine dağıtılması kararlaştırılan ve kâra iştirak eden kimselere dağıtılan kısımdan Türk Ticaret Kanunu 466. maddesi 2. fıkrası 3 numaralı bendi gereğince % 10 kesilerek yedek akçeye eklenir. Kanun hükmü ile belirlenen birinci temettü ayrılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve Yönetim Kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilmez. Kâr payı ancak kârdan ve bu amaçla ayrılan yedek akçelerden ödenir.

### **KÂR DAĞITIM ZAMANI**

**Madde 26.** Yıllık kâr pay sahiplerine hangi tarihte ve ne şekilde verileceği Genel Kurul tarafından kararlaştırılır.

### **YEDEK AKÇELERİN DAĞITIMI**

**Madde 27.** Şirket tarafından ayrılan yedek akçeler hakkında Türk Ticaret Kanunu'nun 466. ve 467. madde hükümleri uygulanır.

### **ŞİRKETİN FESİH VE TASFİYESİ**

**Madde 28.** Şirketin fesih ve tasfiyesi ve buna bağlı muamelelerin nasıl yapılacağı hakkında Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve diğer mevzuat hükümleri uygulanır. Yönetim Kurulu aynı zamanda tasfiye ile görevlendirilmediği takdirde Genel Kurul tarafından 3 tasfiye memuru seçilir.

### **YETKİLİ MAHKEME**

**Madde 29.** Şirketin faaliyeti ve tasfiyesi zamanında, şirket ile ortaklar arasında çıkan ihtilaf ve doğacak davalarda yetkili mahkeme, şirket merkezinin bulunduğu yer mahkemeleridir.

### **KANUNÎ HÜKÜMLER**

**Madde 30.** Bu ana sözleşmede bulunmayan hallerde Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri uygulanır.

### **GEÇİCİ MADDELER**

**Madde 1.** İlk Yönetim Kurulu üyeleri olarak şirketin tescil ve ilanı tarihinden itibaren göreve başlamak üzere .....,.....,.....,....., seçilmişlerdir.

**Madde 2.** İlk denetçiler olarak ilk olağan Genel Kurul'a kadar görev yapmak üzere ....., ....., seçilmişlerdir.

**Madde 3.** İlk Yönetim Kurulu üyeler ve denetçilerin ücretleri aylık net.....YTL'dir.

**Madde 4.** Bu ana sözleşme ile Damga Vergisi şirketin tescil ve ilanından sonra 3 ay içinde ilgili Vergi Dairesine ödenecektir.

## 9. KURULUŞ DOSYASI EVRAKLARI

T.C. BAŞBAKANLIK  
SERMAYE PİYASASI KURULU  
BAŞKANLIĞI'NA  
ANKARA

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

Konu : Portföy Yönetim Şirketi Kuruluş İzni Müracaatı Hakkında ;

Aşağıda adı, soyadı, açık adresi ve imzası bulunan biz kurucular, Ödenmiş Sermayesi 1.000.000 YTL (Bir milyon Yeni Türk Lirası) olan MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. ünvanlı bir portföy yönetim şirketi kurmak istemekteyiz. Ekte bulunan dosyamızın incelenerek tarafımıza Kuruluş İzni verilmesi konusunda gerekli işlemlerin yapılmasını rica ederiz.

Saygılarımızla

.....  
.....  
.....

İlişik : Ek listesi

**İSTANBUL 1.,2.,3. İFLAŞ  
DAİRELERİ BAŞKANLIĞI'NA**

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

Kurmakta olduğumuz .....MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş'nin ortağı olabilmem için ve Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığı'na ibraz edilmek üzere, şahsımın iflase etmiş olmadığına dair bir belgenin derkenar olarak tarafıma verilmesini rica ederim.

Adı Soyadı :

Adresi :

İmzası :



**İSTANBUL  
İCRA TEKNİK MERCİİ  
SAYIN HAKİMLİĞİ'NE**

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

Kurmakta olduğumuz .....MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş'nin ortağı olabilmem için ve Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığı'na ibraz edilmek üzere, şahsımın konkordato ilan etmiş olmadığına dair bir belgenin derkenar olarak tarafıma verilmesini rica ederim.

Adı Soyadı :

Adresi :

İmzası :

**SERMAYE PİYASASI KURULU**

## **BAŞKANLIĞI'NA**

Kendimin veya sınırsız sorumlu ortak olduğum kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve konkordato ilan edilmemiş olduğunu, faaliyet izinlerinden biri veya birden fazlası sürekli olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmadığımı beyan ederim.

Noter.....

## **İSTANBUL CUMHURİYET BAŐSAVCILIĐI'NA**

Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığı'na ibraz edilmek üzere sabıka kaydımın bulunmadığının dilekçeme şerh edilmesini saygı ile arz ve istirham ederim.

Adres :

Baba Adı :

Ana Adı :

Doğum Yeri :

Nüfusa Kayıtlı Olduğu

İl :

İlçe :

Mah./Köy :

Cilt :

Sayfa :

Kütük Sıra No :

.....**VERGİ DAİRESİ**  
**MÜDÜRLÜĞÜ'NE İSTANBUL**

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

Sermaye Piyasası Kurulu ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na verilmek üzere şahsımın vergi borcu olmadığına dair bir belgenin derkenar olarak 3 nüsha halinde tarafıma verilmesini rica ederim.

Adı Soyadı :

Adresi :

İmzası :

**T.C. BAŞBAKANLIK  
TASARRUFLARI KORUMA  
FONU BAŞKANLIğI'NA**

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

Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmek üzere şahsıma ve ortağı olduğum kuruluşlar için tasfiye kararı verilmediğine dair bir belgenin derkenar olarak tarafıma verilmesini rica ederim.

Adı Soyadı :

Adresi :

İmzası :

**9.1.. MB  
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ**

## **KURULUŞ PROSEDÜRÜ ETÜDÜ**

### **KURULUŞ ÖN İZİN ALINMASI**

MB PORTFÖY YÖNETİM A.Ő'NİN SÖZLEŞME TASLAĞININ YAZILMASI

GERÇEK KİŞİ ORTAKLARIN ŐAHSİ BELGELERİNİN HAZIRLANMASI

### **TİCARET BAKANLIĞINDAN İZİN ALINMASI**

**SERMAYE-BLOKAJ İŞLEMLERİNİN YAPILMASI**

ESAS SÖZLEŞMENİN NOTERCE ONAYLANMASI

SERMAYENİN BANKA HESABINA YATIRILMASI

BLOKAJIN YAPILMASI

TESCİL VE İLAN

### **ŞİRKET ORGANİZASYONUN KURULMASI**

**PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ YETKİ BELGESİNİN ALINMASI**

TESCİL VE İLAN

## **9.2. ŞİRKET PERSONEL ŞEMASI YÖNETİM KURULU**

## GENEL MÜDÜR

<b>Sekreteryaya</b>		<b>DENETÇİ</b>
<b>PORTFÖY YÖNETİM UZMANLARI</b>	<b>MUHASEBE OPERASYON</b>	<b>AR-GE YAZILIM DESTEK</b>
Bireysel Yatırımcı Portföy Yöneticileri	Muhasebe Görevlileri	Yazılım ve veri İletim Uzmanları
Kurumsal Yatırımcı Portföy Yöneticileri	Back-Office Görevlileri	Araştırma Uzmanları
Sabit Getirili Enstrümanlar	İdarî Görevliler	Arşiv Görevlisi
Değişken Getirili Enstrümanlar Portföy Yöneticileri		

### 9.3. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş ŞİRKET AKIŞ ŞEMASI

### 9.4 YATIRIMCI ZİYARETİ

Yatırımcıya teslim edilecek belgelerin verilmesi,

Şirket tanıtım dökümanlarının bırakılması,

Yatırımcı tanıtım formunun bırakılması,

Portföy yönetim sözleşmesinin bırakılması,

Portföy yönetim tebliğinin bırakılması,

Yatırımcı ziyaret edilmekte veya yatırımcı bizzat şirkete gelmişse özel görüşme ortamının temin edilmesi ve portföy yönetiminin anlatımı,

Portföy yönetimine dahil olacak yatırımcının şirket kriterlerine uygun olması,

## **9.5. PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİNİN İMZALANMASI**

Sözleşmenin imzalanması

- Sözleşme imzalama ehliyetinin tam olması
- Sözleşme imzalamaya uygunluk imza kimlik örneği
- Operasyon ve saklamanın belirlenmesi
- Sözleşmenin 1 nüshasının yatırımcıda bırakılması

## **9.6. PORTFÖY YÖNETİMİNE ALINACAK VARLIKLARIN TEVDİ EDİLMESİ**

Yatırımcı saklama ve operasyonel hesaplarının açılması :

- Kimlik bilgilerini ve yetki belgelerini aktarım,
- Varlıkların saklama hesabına geçmesi ve uygunluğu
- Varlıkların kabul edildiğinin yatırımcıya teyidi ve portföy yönetimine başlangıç

## **9.7. PORTFÖY YÖNETİMİNİN BAŞLAMASI**

Yatırımcı talimatları çerçevesinin tespit edilmesi

- Talimat çerçevesinde grupajın yapılması ve limit izleme prosedürünün



belirlenmesi

- Yatırımcı portföy tipi grupajının yapılması

### **9.8. OPERASYON VE SAKLAMA**

Operasyon ve saklama şirketi ile yatırımcı adedi bilgileri, yetkilendirme, işlem ve saklama esasları, temas grubu, teyitleşme esasları, varlık çıkış esasları, yatırımcı ile teyitleşme esasları

- Portföy oluşumu çalışmalarının yapılması varsa gerekli dönüşümün temin edilmesi

- Dönüşüm teyitlerinin yatırımcıya aktarımı
- Fiilerin portföy oluşumunun tamamlanması

### **9.9. RAPORLAMA**

- Operasyon teyitleşmesinin günlük olarak yapılması
- Saklama teyitleşmesinin yapılması
- Yatırımcı teyitleşmesinin yapılması
- Yatırımcı raporlamalarının yapılması

### **9.10. PORTFÖY YÖNETİMİNİN BİTMESİ**

- Net portföy değerinin ve performansının hesaplanması ve teyitleşme
- Ücret-harç-diğer masrafların tahakkuku ve tahsili
- Varlıkların yatırımcıya teslimi mutabakat
- Hesapların kapatılması ve yetkilendirme bildirilmeliyse yapılması
- Yönetmelik raporların yapılması

## **10. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. PERSONEL GÖREV TANIMLARI**

### **10.1. YÖNETİM KURULU**

Yönetim Kurulu şirketin uzun vadeli işleyiş stratejisini belirler. Yönetim Kurulu şirketi en geniş manada temsil ve ilzam eder. Genel Kurul yetkililerinin dışındaki tüm yetkililer Yönetim Kurulu tarafından kullanılır. Yönetim Kurulu üyeleri kendi başkan ve vekillerini kendileri seçer.

Şirketin Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde ; sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylerin, yatırımcılarla yapılacak portföy yönetim sözleşmeleri hükümleri içerisinde, vekil sıfatı ile yönetilmesi faaliyetlerinin hukukî ve iktisadî manada uygunluğunu, vekil sıfatı ile adına iş yapılan yatırımcıların iş ve iş sistemlerinin dürüstlük, sadıkâne, yatırımcı sırlarının saklanması ilkesine riayet, kararlılık ve tutarlılık içerisinde gerçekleşmesini temin ve takip eder. Şirketin konu bakımından sui generis yapısını ve şirketin ana maksat ve mevzuu olan portföy yönetiminin dışına çıkamayacağını ve özellikle tebliğ hükümleri çerçevesinde yasaklanmış olan iş ve

işlemlere girişemeyeceğini ya da bu anlam ve sonucu doğuracak iş ve işlemlerde bulunamayacağını sağlamak görevi ve sorumluluğu öncelikle Yönetim Kurulu'na aittir. Bu hususun dışına taşan bir yapılanma ya da şirket işleyişi hem hukuki bakımdan ağır sakatlıklar ve aykırılıklar oluşturur hem de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından verilen şirket lisansının iptal edilmesinden başka şahsî sorumluluğun da doğmasına neden olabilir. Bu bakımdan Yönetim Kurulu, tebliğ ile sayılmış bulunan hususlara riayeti sağlamakla yükümlüdür.

- Portföy yönetim şirketinin aracılık faaliyetlerinde bulunma yasağı ; Yönetim Kurulu, şirketin işleyişini organize ederken, yatırımcıların iş ve işlemlerinin gerçekleştirilmesi esnasında kullanılan operasyon ve saklama şirketlerinden temin edilecek menfaatler söz konusu olursa bunların yatırımcıya anlatımının ve yatırımcının bilgi sahibi kılınmasını sağlamaktan başka bu tür menfaatin işlem hacmi ya da dönemsel tutarlara bağımlı olmasını engellemelidir. Yatırımcı iş ve işlemlerinden dolayı kullanılan operasyon şirketleri, şirketin işleyişi ile ilintisiz olarak şirkete menfaat temin edebilmelidir. Böylece Yönetim Kurulu, şirketin aracılık faaliyetlerinde bulunma anlamı çıkarılabilecek bir yapı ve işleyişe dönüşümünü engellemelidir.

- Şirketin borçlanması veya kredi kullanması söz konusu değildir. Şirketin portföy yöneticiliği dışında sınaî, ticari ya da ziraî faaliyet göstermesi söz konusu değildir. Şirketin hizmet verebilmesi için gerekli olanın dışında taşınmaz mal edinmesi söz konusu değildir. Şirketin, portföy yönetim şirketlerinden başka şirketlere iştiraki söz konusu olmadığından bu konuda karar dahi alınmaz. Yönetim Kurulu tüm bu yasakların harfiyen uygulanmasından bizzat sorumludur.

Yönetim Kurulu, şirketin 3. şahıslarla yürüteceği iş ve işlemlere ilişkin sözleşmeleri imzalar ya da hangi sözleşmelerin şirketin hangi yöneticileri tarafından imzalanacağını belirler ve ilan eder. Şirketin temsil ve ilzamu bakımından gerekli kararları alır ve bunları tescil ve ilan ettirir. Bu bakımdan şirketin iş ve işlemlerini yürüteceği aracı kuruluşların ve saklama kuruluşlarının seçimini Yönetim Kurulu kararlaştırır.

Yönetim Kurulu en az ayda 1 kere şirket merkezinde toplanır, yalnız toplantıya katılan üyelere oy verebilirler. Yönetim Kurulu, genel müdür sekreteryası tarafından hazırlanan ve üyelere Başkan tarafından yazılı olarak bildirilen gündem çerçevesinde kararları alır.

Yönetim Kurulu, şirketin bütçesini hazırlatır ve uygulamasını kontrol eder, gerek olursa değişiklik yaptırır. Şirketin personel alımlarında nihaî karar mercii olan Yönetim Kurulu, personel maaş ve özlük haklarını belirler. Şirketin sermayesinin ve bu sermayenin blokaj ya da mevzuatta belirlenmiş başka şekillerde belli alanlara tahsisi söz konusu ise bu hususların takibi Yönetim Kurulu'na aittir.

Yıllık faaliyet raporunun hazırlanması ve Genel Kurul'a sunulması, şirketin statüsü ve işleyişi ile ilgili bildirimlerin yapılması, Sermaye Piyasası ile ilgili mevzuata uygun ve ciddiyetle iş ve işlemlerin yürütülmesi sorumluluğu Yönetim Kurulu'na aittir.

Şirketin portföy yönetim şirketi olmak üzere diğer şirketlere iştirak kararı almasına yetkili organ Yönetim Kurulu'dur. Şirketin iş yapacağı denetim, muhasebe ve malî müşavirlik, hukukî danışmanlık ve diğer yardımcı şirketler belirlenmelidir. Bu konudaki kararları da Yönetim Kurulu alır.

## 10.2. GENEL MÜDÜR

Genel müdür, Yönetim Kurulu'nun belirlemiş olduğu prensipler ve mevzuatın amir hükümleri çerçevesinde şirketin yatırımcılarına ve iş görenlerine dürüst, sadıkâne ve ciddiyetle çalışmasını temin eder. Şirketin Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi özel nitelikli bir inanç müessesesi oluşu hiç hatırdan çıkarılmadan, yapılan her işlem ve faaliyette güven, açıklık ve kararlılık esas tutulmalıdır.

Genel müdür, şirketin bünyesinde yapılan ya da bünyesi dışında ancak şirketle ilgili sonuç doğuran iş ve işlemlerin şirket istekleri ve mevzuatın gerekleri doğrultusunda olmasını sağlamalıdır. Bu konuda Yönetim Kurulu'na karşı sorumludur. Şirketin personel ve yardımcı şirketler bakımından yapılandırılması, zaman ve kaynaklar bakımından azamî tasarrufun temin edilmesi, verimlilik esasına dayalı işleyiş genel müdür sorumluluğundadır. Piyasa takip ve değerlendirme toplantılarına başkanlık eder, bilgi ve becerilerini alt kadro ile paylaşır.

Şirketin vereceği hizmetlerin türünü ve kapsamını geniş tutmak yönünde çalışmalar yapar, şirketin yatırımcı potansiyelinin geniş tutulmasını sağlar, şirketin vereceği hizmetlerin kaliteli ve istikrarlı olmasını sağlayan önerileri geliştirir ve uygular. Şirketin vermiş olduğu hizmetler karşılığında alacağı ücret ve primlerin tespitini yapar ve piyasa koşullarına uygunluğunu temin eder. Şirketin imzalayacağı sözleşmelerde alacağı hizmetleri ve yükümlülükleri konusunda ayrıntıları netleştirir, yardımcı ve operasyon şirketleri ile yapılacak sözleşme metinlerini hazırlar, kontrol eder ve Yönetim Kurulu'na sunar. SPK raporlaması ve günlük raporlamaların düzgün yapıldığını kontrol eder. Ayrıca söz konusu olursa içeriği ne olursa olsun yatırımcı şikayet ve dileklerini inceler ve sonuçlandırır.

Genel müdür ayrıca şirketin "Karaparanın Aklanmasının Önlenmesine Daire 4208 sayılı Kanunun Uygulanmasına İlişkin Yönetmelik" ve "Malî Suçları Araştırma Kurulu" 1 ve 2 numaralı tebliğlerine uygun çalışmasını gözetir.

Genel müdür yanı sıra yatırımcıların portföy yönetim hesaplarının açılmasına nezaret eder. Şirket olarak anlaşması mevcut alım-satım ve saklama kuruluşları haricinde yatırımcı tarafından talep edilen kuruluşlar söz konusu olursa bu taleplerin giderimini SPK izni ile bilgilendirilmesini sağlar. Birlikte çalışılan operasyon ve saklama kuruluşlarının MB portföy yönetimine dahil olan yatırımcılar ile anlaşmalara ve finans etik kurallarına aykırı bir takım ilişkilere girmemesini sağlar.

Hesapların açılmasına nezaret ederken oluşturulan portföylerin yatırımcı direktiflerine uygunluğunu, kimlik ve portföyün kaynağına dair bilgilerin sağlamlığını, yatırımcıların yetki devri yaptıkları durumlarda yetkilendirilen şahıs ve yetki düzeyleri bakımından olumsuzluk yaratabilecek hallerin varlığını kontrol eder. Portföy

yöneticilerinin yatırımcı ziyaretlerinde asgarî standartları uygulayıp uygulamadığını kontrol eder. Yatırımcıların belge ve sözleşmeleri en az 1 gün inceleyebilmelerini sağlar.

Hatalı işlemlerde acil durum prosesi oluşturur. Hatalı işlem olduğunda derhal bilgi verilebilecek bir SPK fax numarası temin eder. Bu konuda durum ve yapılanlar hakkında bilgi verir.

Vergi konusunda yatırımcılara ve personele dönük çalışmalar yapılmasını temin eder, malî müşavirlik ve danışmanlık firması ile birlikte bu konuda yatırımcıların en avantajlı pozisyonlara girmesini sağlayıcı tedbirler alır.

### **10.3. PORTFÖY YÖNETİM UZMANI**

Portföy yönetim uzmanı, şirketin temel fonksiyonu olan portföy yöneticiliğini bizzat uygulayan, mevzuatta öngörülen şartları taşıyan ve bu şirkette çalıştığı müddetçe bu niteliklerini koruyan, şirketin, yatırımcılar ve iş gören yardımcı, operasyon ve saklama şirketleri nezdinde şirketin temsilini sağlayan, dürüstlük, sadıkâne, ciddiyet ve tutarlılık içerisinde iş gören personeldir.

Portföy yönetim uzmanı yönetimini üstlenmiş olduğu portföylerin mevzuata ve etik kurallara uygun biçimde en yüksek getiriye elde etmesi için gerekli çalışmaları yapar. Borsalarda işlem gören menkul kıymetlerin sürekli takibini yapar, fazi oranlarını kontrol eder ve portföylerin piyasa dinamikleri çerçevesinde gerekli değişikliklerini yapar. Yatırımcıların portföy ve özel durumları çerçevesinde alım satım işlemlerini kararlaştırılır ve uygular. Yatırımcıların portföylerini alternatif getiri alanlarına göre mukayese eder ve genel olarak raporlama düzen ve işleyişini kontrol eder. Yatırımcı istek ve talimatlarının portföy ederine zarar vermesini engelleyici uyarılarda bulunur, yatırımcıların portföyleri ile ilgili sorunlarının çözümüne yardımcı olur.

Piyasaya gelen veya gelebilecek olan yeni yatırım araçlarını ve menkulleri tanır ve takip eder. Menkullerin sahibi oldukları şirketlerin ve kuruluşların durumlarını takip eder. Piyasayı takip mekanizmalarının şirket içerisinde kurulu ve çalışıyor olmasını kontrol eder ve daha gelişkin sistemlerin kullanılması konusunda öneriler getirir.

Yatırımcıların portföy yönetim sözleşmesi ve eklerini, ilgili tebliği okumuş ve anlamış olmasını temin eder. Yatırımcıların bireysel ya da kurumsal olsun ihtiyaçlarının ve isteklerinin net ve isabetli olması için gayret eder. Yatırımcıların risk-likidite-işlem yapılacak menkuller hakkındaki tercihleri, zamanlama, nakit çıkış ihtiyaçları bakımından isabetli kararlar vermelerine yardımcı olur. Yatırımcının, portföyünün ve işlemelerinin gizlilik içerisinde kalmasını temin eder. Yatırımcının şirketten alacağı hizmeti ve karşılığında ne ödeyeceğini tam olarak izah eder ve onayını alır.

Portföy yönetim uzmanı, yatırımcı görüşme formlarındaki ve diğer sözleşme eklerindeki bilgilerin portföy yönetiminin amacına uygun ve maksimum bilgi alınabilecek şekilde tamamlanmasını sağlamalıdır. Portföy yönetiminin başlangıcından itibaren gerek başlangıç teyit formunda gerek dönüşüm işlemlerinin teyit ve bilgilendirme sürecinde, referans portföylerin değerlendirme sürecinde, raporlamada, tahsis ve likidite süreçlerinde işlemleri bizzat yürütür. İstanbul dışında yerleşik yatırımcılar bakımından yapılacak

seyahat planlamalarını yapar ve genel müdürden onay alır. Portföy yöneticisi olarak operasyon ve saklama kuruluşlarına gidecek alım-satım ve diğer portföy yönetimi işlemlerinin haricindeki özellikle çıkış işlemlerinin genel müdürden onay alınarak gerçekleşmesini sağlar. Yatırımcıların portföy yönetimi bakımından 3. şahısları yetkilendirmeleri halinde bu yetkilendirmelerin uygulanabilirlik kazanabilmesi genel müdürün onayını gerektirdiğinden bu hususta gerekli onayı alır. Borsalarda işlem görmeyen hisse senetleri hariç menkul kıymetlerin alım satımı için genel müdürle yatırımcı onaylarının alınmasını sağlar. Yatırımcıların şifre teslimatlarını ve düzgün kullanımını ayrı bir dosyalama sistemi kurularak takip edilmesini sağlar. Yatırımcıların portföylerinde bulunan menkul kıymetlerin içerdiği hakları kullanılması için gerekli olabilecek direktiflerin alınmasını sağlar, gerektiğinde yatırımcıları ikaz eder. Genel kurullar için ayrıca yetkilendirme yapılmasını sağlar. Yatırımcıların deklare etmiş oldukları zarar kaybı limitlerini titizlikle takip ederler, söz konusu sınırlara yaklaşıldığında yatırımcının ikaz edilmesini ve portföy yönetiminin sağlıklı ve amacına uygun devam etmesini temin ederler.

Portföy yönetim uzmanı yatırımcıların portföy yönetim işlemlerini günlük olarak gerçekleştirilmesini ve hesapların düzgün işlenmesini sağlar. Karar defteri, dağılımlar ve gerçekleştirmeler hakkında teftiş biriminde günlük olarak bir dosya aktarımını sağlar. Portföylerin günlük değerlendirme ve yatırımcılara raporlandırılması sürecini takip eder. Biten ve erken çekilen portföylerin işlemlerini gerçekleştirir. Portföy yönetim uzmanları, yaptıkları çalışmalarda zaman ve işlem bakımından etkinlik, takipçilik, azimlilik ve yatırımcı ve diğer iş görenlerle ilişkilerini de dakiklik prensibine titizlikle riayet etmelidirler.

#### **10.4. MUHASEBE – OPERASYON**

Muhasebe ve operasyon elemanları, şirketin yazılı kayıtlarının tutulmasından, yasal harcamaların ödenmesinden, yatırımcıları ve 3. şahıslar ile yapılan işlemlerin belgelere dayandırılması, belgelerin alınması-verilmesi ve emniyetli düzenli bir şekilde saklanmasından, tüm ödemelerin, tahsilatın, havale ve diğer işlemlerden, şirket merkezi dışındaki birimlerin yukarıdaki kayıtlarının şirket merkezine aktarımı ve kaydedilip saklanmasından, yöneticilerin vereceği diğer talimatların uygulanmasından, Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi bir anonim şirket ciddiyetine yakışır biçimde muhasebe işlemlerinin yürütülmesinden sorumludur.

Yatırımcılar ile yapılan mutabakatların düzenli olarak yürütülmesi ve saklanmasından, yatırımcılara yapılan yasal ve ara bildirimlerin gerçekleştirilmesinden ve takibinden, şirket faaliyetlerinin genel müdürlüğe raporlanmasından, Maliye Bakanlığı ve Dış Denetim şirketleri ile ilişkilerin yürütülmesinden, personel ücretlerinin ödenmesinden, SSK primleri ile ilgili işlemlerin düzenlenmesinden, işe alım ve işten çıkışların takibinden, noter ve ticaret sicili işlemlerinin takibinden, SPK haftalık, aylık, yıllık raporların hazırlanmasından, Takasbank A.Ş ve gerektiğinde İ.M.K.B ile ilgili iş ve işlemlerin takibinden ve düzgün işleyişinden sorumludur.

Muhasebe ve operasyon sorumlusu aynı zamanda şirketin aşağıdaki prosedürleri tam olarak uygulamasından da sorumludur.

- BSMV	Her ayın 15. gününe kadar
- Muhtasar Beyanname	Her ayın 20. gününe kadar
- Damga Vergisi	Her ayın 20. gününe kadar
- Geçici Vergi Taksidi	Her ayın 20. gününe kadar
- Kurumlar Vergi Beyanname	4. Ayın sonu ve 7., 10. Aylar
- Geçici Vergi Beyannamesi	Kurumlar vergi beyannamesi ile birlikte
- SSK Primleri	Her ayın son iş günü
- Yıllık Muhtasar Beyannamesi	Her yıl Ocak ayının 20. gününe kadar
- Yasal Defter Tasdiki	Her yılın en geç son ayına kadar
- Portföy Yöneticiliği Yetki Belgesi Harcı	Her yılın Ocak ayının sonuna kadar
- Defter Kapatma	Bir sonraki yıl Ocak ayının son iş gününe kadar
- Harçlar	Sermaye artırımından sonra en geç 3 ay içinde

Muhasebe ve operasyon bölümü günlük olarak yatırımcı ekstrelerinin basımı ve gönderimi, emir formlarının takibi-saklanması, banka aracı kurum ve takas saklama hesaplarının düzgün işlemesinden sorumludur. Portföylerden tahsil edilmesi gereken portföy yönetim ücretlerini ve sona eren portföy yönetim dönemlerinin takiben performans primlerinin hesaplanmasını ve tahsilini yapar. MB adına doğan diğer hak ve alacaklarını gerçekleştirir.

## **10.5. ARAŞTIRMA-GELİŞTİRME VE YAZILIM DESTEK**

Şirketin araştırma ve hizmetlerinin yelpaze ve kalitesinin geliştirilmesine yönelik çalışmalar araştırma-geliştirme uzmanı tarafından yerine getirilir. Şirket içerisinde eski ve güncel bilgilerin mevcudiyeti ve tam ve eksiksiz olarak dolaşımını sağlama sorumluluğu ar-ge personelinindir. Ar-ge uzmanları, üretilen raporların sağlıklı ve güncel olmasını temin eder, portföy yönetim uzmanlarının menkul kıymetler hakkında doğru bilgiye ulaşmasını sağlarlar. Şirket adına süreli ve süresiz yayınların abonelik işlemlerini yaparlar, ar-ge faaliyetleri için gerekli malzeme ve dökümanları temin ederler. Ar-ge uzmanları aynı zamanda modelleme çalışmaları ve analizler yaparak, akademik yayınları takip ederek, amprik çalışmalar realize ederek şirketin portföy yönetim uzmanlarının piyasada ön planda olmalarını sağlarlar.

Yanı sıra menkul kıymetlerin piyasa fiyat ve miktar hareketlerini, stok hareketlerinin, yeni çıkacak menkul kıymetleri ve etkilerini bunlara ilişkin raporlama ve takip işlerini yaparlar. Malî tablolara ilişkin raporlamaları portföy yönetim uzmanları için hazırlarlar. Halka arzları takip ederek avantajlı alımların yapılmasını sağlarlar. Özellikle portföy yönetimi için gerekli olan risk-getiri-likidite katsayısı hesaplamalarının alternatif yatırım araçlarındaki gelişmeleri yansıtan raporlar hazırlarlar. Menkul kıymetler üzerindeki stopaj ve diğer vergiye dair gelişmelerin etkileri üzerine raporlamalar yaparlar.

Yazılım destek uzmanı şirketin bilgi veri sistemlerinin, yazılım ve computer sistemlerinin sağlıklı biçimde kurulması ve işlemlerinden sorumludur. Şirketin her türlü iş ve işlemi computer sistemi üzerinden yürütüleceğinden, gerek hizmet üretimi ve kalitesi gerekse şirketin işleyişinde azamî verim ve süratin elde edilmesi yazılım destek sisteminin etkinliğine bağlıdır. Yazılım destek sistemi uzmanı bu konuda gerekli girişim ve faaliyetleri organize etmekle sorumludur.

Yanı sıra araştırma ve geliştirme departmanı ; dış piyasaların fiyat-düzenlemeler-dalgalanmalar bakımından izlenmesini gerçekleştirir ve gerekli raporlamaları yapar. Portföy yönetimine dair yurt içi ve yurt dışı akademik çalışmaları takip ve temin eder, borsalarda işlem görmeyen menkullerin fiyat ve değer tespiti bakımından çalışmalar yapar. Rüçhan haklarının kullanımında değer tespiti konusunda çalışmalar yapılır ve portföye dahil olan menkullerin rüçhan haklarının kullanımında portföy yöneticisine yardımcı olunur.

## **10.6. DENETÇİ**

Şirketin denetim fonksiyonlarından sorumlu personeli, denetim faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinde, Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi bir anonim şirketin teftiş sorumlusu olmanın bilincinde olarak faaliyetlerini ciddiyet, titizlik, dikkat ve kararlılık içinde yürütür. Şirket iş ve işlemleri ile yatırımcılara ait bilgilerin şirket içerisinde kalmasına özen gösterir. Şirketin iş yaptığı aracı kurum, banka ve saklama şirketlerinin gelişmelerini ve risk doğurup doğurmadıklarına dikkat eder. Şirketin yatırımcılarının ne iş yaptıklarının mevzuata uygun statüde olmalarının ve kalmalarının takibini yapar, şüpheli işlem kategorilerinin olup olmadığını kontrol eder.

Denetim personeli yanı sıra tüm faaliyetlerin mevzuata ve etik kurallara uygunluğunu denetler. Yapılan denetim sonuçları yazılı rapor halinde genel müdür ve Yönetim Kurulu'na sunulur. Mevzuatın sürekli takibini yaparak şirket faaliyetlerinde varsa yapılması gereken düzeltmeleri yazılı olarak rapor eder.

Denetim personeli ayrıca portföy yöneticiliğine dair tebliğin amir hükümleri gereği ;

- Yapılan alım satım işlemlerinden dolayı şirketin bir menfaat temin etmesi halinde, yatırımcıya gerekli bilginin aktarılıp aktarılmadığını kontrol eder. Bu konuda yapacağı denetimlerle teyitler alır.



- Portföyler ve portföylerdeki sermaye piyasası araçları üzerinde usulsüz tasarruflarda bulunulup bulunulmadığını kontrol eder. Yatırımcılar için verilen ordinoların titizlikle hazırlanıp hazırlanmadığı, limitli ordino kullanım düzeninin uygun olup olmadığını ya da ne şekilde uygulandığını, gerekli özen ve basiretin gösterilip gösterilmediğini denetler.

- Yönetilen portföylerde objektif iyi niyet kurallarına uyulup uyulmadığını, portföylerin birisi lehine ya da aleyhine hareket edildiği edilmediğini kontrol eder. Yatırımcılara belli bir garantinin verilip verilmediğinin, ilan ve reklamlarda şahsî görüşmelerde bu hususa uyulup uyulmadığının, portföy yöneticiliği dışında faaliyet gösterilen alanların varlığı intibainı uyandıracak davranışlar içine girilip girilmediğini denetler.

- Şirkette çalışan personelin diğer şirketlerde hesap açıp açmadıklarını, açmışlarsa ne tür alım satımlar yaptıklarını ve bunların portföy yönetim şirketi prensiplerini ihlal edip etmediklerini öğrenir, araştırır ve yönetime rapor eder.

- Portföy yönetim sözleşmelerinin mevzuata uygunluğunu, şirketin yapılanma ve işleyişinin aracı kuruluşlara-bankalara- dönüşüp dönüşmediğini titizlikle denetler.

Yatırımcının zarar kaybı bakımından vermiş olduğu talimatlara ve gerekli ikazların yapılıp yapılmadığını denetler. Şifre dosyası ve kullanımın düzgün işleyişini bildirim ve direktiflerin sağlıklı olup olmadığını ve kötü kullanımların söz konusu olup olmadığını, MB adına yapılan her türlü tahsilatın doğru ve mutabık şekilde yapılıp yapılmadığını, operasyon ve saklama kuruluşları mutabakatın sağlanıp sağlanmadığını kontrol eder.

## 11. MB PORTFÖY YÖNETİMİ İŞ AKDI

### TANIMLAR

**ŞİRKET** : MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.'ni ifade eder.

**PERSONEL** : Bu akid hükümleri çerçevesinde çalışanları ifade eder.

**ADAYLIK** : Göreve ilk giren personelin işe uyumunu sağlamak ve işi sürdürmesine yarar olup olmadığına karar vermek için uygulanan deneme süresine tabi olmasına denir. İşe alınacak personel öncelikle aday olarak atanır, adaylık süresi üç aydır.

**İşe alınacakların aşağıdaki özellikleri taşıması gerekmektedir:**

Türk vatandaşı olmak

Görevinin gerektirdiği ahlâk ve karakter niteliğini taşımak

21 yaşını bitirmiş olmak

Daha önce çalışmış olduğu yer konusu ise geçerli bir referans almak

Devamlı görev yapmasına engel bir hastalığı bulunmamak

Kamu haklarından kısıtlı olmamak

Şeref ve haysiyet kırıcı suçtan mahkûm olmamak

Bir yüksek öğrenim kurumundan mezun olmak

SPK ve ilgili kamu mercilerinin yapacağı incelemelerde menfi bir sonuç çıkmaması

SPK yönetmelik ve tebliğlerinde belirtilen cezalara ve müeyyidelere maruz kalmamak

**ATANMA** : Aşağıda belirtilen evrakları tamamlamış olan ve başarılarının değerlendirilmesi sonucu amirlerinin değerlendirmelerinde olumlu not alan adaylar işe

alınırlar. Olumlu değerlendirilmeyen adayların personel adayı olarak şirket ile ilişkilerine son verilir. Bu durumda personel olarak atanamayan adaylar herhangi bir tazminat talebinde bulunamazlar.

**Atanmada istenilen evraklar :**

İş müracaat formu

Nüfus kimlik cüzdanı, aslı ve onaylı örneği

Sigorta sicil kartı (Yoksa şirketçe çıkarılır)

Öğrenim belgesi, aslı ve onaylı örneği

Sabıka kaydına ilişkin belge

Fotoğraf, adres, imza örneği

**Bir taraftan MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. (aşağıda işveren olarak anılacaktır) ile diğer taraftan Sayın..... arasında (aşağıda personel olarak anılacaktır) aşağıdaki şartlarda iş akdi imzalanmıştır.**

**Madde 1 :** Akid ...../...../..... tarihine kadar geçerlidir. Taraflardan biri sözleşmenin bitiminden 3 ay önce yazılı bildirimde bulunmadığı takdirde akid 1 yıl daha uzar.

**İŞE. ALINMA, ADAYLIK, ATANMA**

**Madde 2 :** İşe alınmak için, şirketten alacakları müracaat formlarını kendi el yazılarıyla açıkça ve doğru olarak cevaplandırmak suretiyle doldurur ve imza ederler. Gerçek dışı beyan ve açıklamalarda bulunanların atamaları yapılmaz. Bu tür beyanlarda bulunanların atamaları yapılmış ise görevlerine son verilir. Şirkette bir görev alması uygun görülenlerin, müracaat formlarındaki adreslerine durum hakkında yazı ile bilgi verilir. Atandıkları görev yerinde ikamet edenlerin, yazılı bildirimlerin alındığı tarihten itibaren 3 gün içinde, görev yerinin dışındaki illerde bulunanların en geç 7 gün içinde göreve başlamaları gerekir. Bu sürelerin aşımı, şirkette kabulün iptalini doğurur.

**Madde 3 :** Personel, öngörülen pazarlama ve satış görevini yerine getirmek üzere münhasıran "PORTFÖY YÖNETİCİSİ" ünvanı ile çalışır. Ancak şirket uygun gördüğü hallerde, maaş ve özlük hakları kısıtlanmaksızın portföy yöneticisi elemanların bu akit hükümleri çerçevesinde başka görevlere atayabilir.

**Madde 4 :** Personel portföy yöneticisi olarak çalıştığı müddetçe şirketi gerçek ve tüzel kişi yatırımcılara karşı birinci derecede temsil eder. Ayrıca portföy yöneticisi aşağıdaki iş ve işlemlerin icrasından sorumludur :

- Şirket ve şirket hizmetü ürünlerinin tanıtımı,

- Şirket hizmet ve ürünlerinden nasıl yararlanılacağı,
- Şirket hizmet ve ürünlerinden portföy sahiplerinin ve portföy sahibi olmak isteyenlerin nasıl ve hangi şartlarda yararlanabileceklerinin tanıtımı, anlatımı, satışı,
- Şirketin bir portföy yönetim şirketi olarak ne gibi özel imkânlar sunduğunun ve bunların normal yatırım işlemlerinden ayrılan yanlarının ve avantajlarının anlatımı,
- Şirket ile yapılacak iş ve işlemlerde hangi usul ve esasların geçerli olduğunun izahı ve diğer benzeri pazarlama ve tanıtım faaliyetleri yanında,
- Portföy yönetimi ile ilgili doküman, belge ve tanıtım faaliyetlerine yönelik materyali hazırlamak ve kullanmak,
- Şirketin yayımlanmış olduğu idare heyeti genelgeleri çerçevesinde diğer faaliyetleri icra etmek sayılabilir.

#### Hastalık Halleri

Portföy yöneticisi, şirket işlerinin icrası ve takibi esnasında, şirketin mevzuat bakımından güç duruma düşmesine yol açacak işlemler yapamaz ve yaptıramaz, iş ve işlemlerin, şirketin ve yatırımcıların malî bakımından zarara uğramasına yol açacak ya da açtırabilecek biçimde uygulanmasına engel olur. Böyle durumlarda şirket yönetimini ve yatırımcısını haberdar eder.

#### Yetki Belgesi

Portföy yöneticisi, yetki belgesi ve vekaletle iş gördüğü durumlarda, şirket menfaatlerini ve yatırımcı menfaatlerini ön planda tutarak gerekli özeni gösterir, yukarıda belirtilen ve benzer olumsuz durumların vuku bulmasına engel olur. Portföy yöneticisi şirket merkez dışı birimlerinde gerçekleştirilen iş ve işlemlerin, yönetimin talimat ve görüşleri doğrultusunda cereyanına müzaheret eder, şirket menfaatlerine göre hareket eder.

Portföy yöneticisi şirketi 3. şahıslara karşı titiz, dürüst ve yeterli olarak temsil eder. Söz ; davranış ve görüntüsüne azamî özen gösterir. Kendisinin ve bağlı personelinin güvenilirliğine dikkat eder. Her hususta güvenilirlik, ciddiyet standartlarını ve şirket ürün ve hizmet kalitesini yükseltmeye çalışır.

Portföy yöneticisi, yatırımcıların ve iş gören yardımcı şirketlerin ve personelinin isim ve adres bilgilerini, telefon ve fax bilgilerini, alım satım ve iş görme ve gördürme fiyat ve diğer şartlar bilgilerini, özel durumları, 3. şahıslarla ilgili öğrendiklerini şirket içinde ve dışında deşifre edemez. Özel durumlar hakkında yönetimi derhal bilgilendirir. Portföy yöneticisi, yardımcı şirketlerin ve iş görenlerin işlerinin düzgün yürütülüp yürütülmediğini, aksaklıkların sebeplerini sürekli izler ve bunlarla ilgili tedbirler bakımından şirket yönetimini haberdar eder. Portföy yöneticisi, şirket ile titizlikle kesildiği takdirde yukarıda belirtilen bilgilerin şirkete ait olduğu hususuna titizlikle riayet eder ve şirketin bu konudaki hukukî haklarının muhafaza edildiğini göz önünde tutar.

**Madde 5 :** Personel, portföy yöneticisi olarak çalıştığı müddetçe, direkt veya dolaylı yoldan öğrenmiş olduğu bir bilgiyi, bu bilgiyi veya onu taşıyan evrakı kendisi yaratmış olsa bile, veya herhangi bir nedenle elde etmiş olduğu evrakı veya belgeyi, şirkete veya şirketin temsil etmiş veya edeceği menfaate karşı kullanmayacağını, 3. şahıslara yazılı ya da sözlü davranışlarda açıklamayacağını açıklamasına yol açacak, davranışlarda bulunmayacağını, ticarî ya da ticarî olmayan herhangi bir maksatla vasıta olarak görmeyeceğini kabul ve taahhüt eder.

**Madde 6 :** Portföy yöneticisi, yeni çıkan mevzuat gereği yahut şirket dışında yetkili makamların yapacağı düzenleme ve uygulamalar sonucu portföy yöneticisi olarak çalışamaz hale gelirse bu sözleşme hükümleri çerçevesinde şirket tarafından başka bir göreve atanabilir. Şirket faaliyetlerinin tamamının veya bir bölümünün askıya alınması veya kaldırılması sonucunu doğuracak hallerde şirketin personele karşı olan yükümlülükleri sözleşmenin kendiliğinden yürürlüğe giren maddelerini ortadan kaldırır. Personel, her iki durumda da, şirket tazmin talebinde bulunmamayı taahhüt eder.

**Madde 7 :** Personel kendiliğinden haklı bir sebebe dayanmaksızın, işten ayrıldığı takdirde en az 1 yıl şirketin çalışma konusu olan portföy yönetim şirketlerinde çalışamaz, ortak olamaz, her ne ad altında olursa olsun görev yapamaz. Bu süre içinde aynı konuda iş yapamaz ve bildiklerini satmaz.

**Madde 8 :** Personel portföy yöneticisi görevini veya genel olarak personel statüsünü ilgilendiren konularda idare heyetinin onaylamış olduğu genelgelere uygun davranmayı taahhüt eder. Aksi davranışta bulunanların iş akdi, geçerli bir sebep bulunmadığı takdirde, herhangi bir tazminat ödenmeksizin feshedilir.

## **PERSONELİN GENEL OLARAK HAKLARI**

### **Madde 9 :**

- Personel, iş bu akdin hükümleri gereği portföy yöneticisi olarak atanmasını müteakiben aylık brüt .....ücret almaya hak kazanır. Ücretin ödenme zamanı, çalışılan ayın bitimini müteakiben ilk çalışma günüdür.

- İş Güvenliği ; Şirket geçerli bir neden olmaksızın, personelin işine son veremez. Keza personelin aylık ve özlük hakları alınamaz.

- Çekilme ; Şirket personeli, bu akdin hükümleri çerçevesinde kendi rızası ile istifa edebilir. Çekilme hakkı, şirket ile müşterilerinin ve iş görenlerinin ilişkilerinin bozulmasına aksamasına matuf biçimde kullanılamaz.

- Sosyal Güvenlik ; Şirket personelinin, sosyal hakları mevzuata uygun olarak kullandırılır.

- İzin ; Aşağıda izin hakkı düzenlenmiştir.

- Üyelik ; Personel, SPK mevzuatına uygun biçimde, kültürel, meslekî, sosyal yardım derneklerine ve kooperatiflere üye olabilir.

- Dilek ve Şikayet ; Personel dilek ve şikayetlerini kopyasını en yakın yöneticisine verilmek üzere idare heyetine yazılı olarak iletebilir.

## **PERSONELİN GENEL OLARAK ÖDEV VE SORUMLULUKLARI**

**Madde 10** : Şirket personeli, sıfatının gerektirdiği itibar ve güvene layık olduğunu, görev yerleri ve dışındaki davranışları ile halka açık bir anonim ortaklığın sorumlu bir personeli olduğunu müdrük davranışları ile göstermek zorundayız. Personelin, aynı şirket çalışanı olmanın şuuru içinde sevgi ve saygı ile çalışma konularında biri birilerine yardım ve kolaylık göstermesi esastır. Şirket personeli, yurt içinde ve yurt dışında şirketin itibarını ve meslek haysiyetini zedeleyici eylem ve davranışlarda bulunamazlar.

Şirket çalışanları, sorumlu oldukları ve genelgede belirtilmiş görevleri zamanında ve eksiksiz olarak yapmaktan ve yaptırmaktan, maiyetindeki personelin bilgi ve becerisinin artması yönünde gayret sarf etmekten, hal ve hareketlerini takip etmekten sorumludurlar. Personel, kendisine teslim edilen şirket malını korumak, her an hizmete hazır bulundurmak için gerekli önlemleri almakla yükümlüdür. Şirket personeli, görevleri ile ilgili yazışma evraklarını, belgeleri ve büro eşyalarını, araç ve gereçleri iş yerinde kullanmak, görevi sona erdiğinde de geri vermek zorundadır. Şirket personeli görevleri ile ilgili olarak şirkete vereceği zararlardan ötürü sorumludur. Kasıt, kusur, ihmal ve tedbirsizliği sonucu doğan zararların ilgili personel tarafından ödenmesi esastır.

## **YASAKLAR**

**Madde 11** : Personel şikayet hakkını topluca kullanamaz ve hizmeti aksatacak eylem ve hareketlerde bulunamaz, görevden istifa hakkını topluca kullanamaz. Görevlerini yerine getirirken özellikle şirketin bütününe veya bir kısmını aksatarak verilen hizmetin gerçekleşme zamanlarını geciktirecek veya aksatacak biçimde davranışlarda bulunamaz. İdeolojik amaçlı veya siyasî amaçlı eylemlerde bulunamaz. Doğrudan veya dolaylı olarak ticarî bir faaliyette bulunamaz, çalışma saatleri dışında da olsa gerçek veya tüzel kişilerin herhangi bir işinde ücretli veya ücretsiz çalışamaz. Karşılıksız olarak borçlanamaz, doğrudan veya dolaylı hediye alamaz, menfaat sağlama amacı ile hediye kabul edemez. Maiyetindeki personelinden çıkar temin edici davranışlarda bulunamaz, hediye kabul edemez, borç alamaz ve veremez, kefil gösteremez. Mevzuatın amir hükümleri çerçevesinde bir portföy yönetim şirketi çalışanı olarak SPK tebliğlerini ihlal ederek basına hiçbir biçimde açıklamada bulunamaz, şirket ile ve projeleri ifşa edemez, projelerle ilgili detaylar hakkında da bilgi sızmasına neden olacak davranışlarda bulunmamaya özen gösterir. Şirketin SPK tarafından yayımlanan Özel Haller Tebliği'ne aykırı davranışına yol açacak eylem ve davranışlardan kaçınır.

## ÇALIŞMA SAATLERİ

**Madde 12 :** Personelin çalışma süresi, öğle yemek ve dinlenme saatleri ile Cumartesi ve Pazar tam gün hariç olmak üzere haftada beş gündür. Buna karşın pazarlama elemanlarının çalışma saatlerinin tespitinde şirketin saha-şantiye görevlendirmesi ya da irtibat bürosu veya geçici pazarlama ofisi söz konusu ise bu sınırlandırmalar askıya alınmış sayılır ve yayımlanan idare heyeti genelgeleri ile gerekli düzenlemeler yapılır.

## İZİNLER

**Madde 13 :** Şirkette bir yıldan fazla çalışan personele her yıl ücretli izin verilir. Ücret, izin hakkı ve sürelerinin kullanımında ilgili mevzuata uygun davranılır. İzinleri önceden yapılan bir program dahilinde kullanılır. Bu programın hazırlanması sorumluluğu genel müdüre aittir. Doğum, evlenme, ölüm, hastalık gibi durumlarda izinler mevzuata uygun olarak düzenlenir ve uygulanır. Bu durumdaki personele geçici iş göremezlik dışında tazminat ödenmez. Ücretsiz izin hakkı, ağır durumlarda, süresi önceden belirlenerek, idare heyetinin oluru ile verilebilir. Bu süre 1 ayı geçemez, aksi halde personel istifa etmiş sayılır.

## PERSONELİN NAKLİ

**Madde 14 :** Portföy yöneticisi, görev ve sorumlulukları ile maaş ve özlük hakları saklı kalmak kaydı ile şirketin aynı yer ya da yurt içi ve yurt dışı olsun bir başka yerdeki kadrosuna atanmış olması, personel nakli anlamını taşır. Hizmet gereği veya şirketin işlerinin isterleri sonucu yahut personelin talebi ile bir başka yere de atama yapılabilir. Başka yere nakledilen personel, aynı şehirde 1 gün, farklı şehirde 3 gün içinde görev başında olmalıdır. Bu süreleri aşanlar, zorunlu bir neden olmadıkça görevden çekilmiş sayılır. Nakledilen personelin nakle ait gider ve harcamaları şirket tarafından karşılanır.

**Madde 15 :** Personelin kadro, ücret, değerlendirme ve terfi esası, ikramiye-prim-tazminat-yol giderleri gündelikler ile sicil, personel belgeleri ve personel statüleri hakkında idare heyeti her yıl bir genelge ile kararını bildirir.

## DİSİPLİN

**Madde 16 :** Şirket hizmet ve işlerinin gereği gibi yürütülmesini sağlayan şirket yönetmelik ve genelgeleri ile yasaların emrettiği hususlara uymayanlara ve yasakladığı işleri yapanlara, şirket içi ve dışındaki tutum ve hal ve tavırları ile şirket mensubiyetine yakışmayacak olanlara, durumun ağırlık ve derecesine göre aşağıdaki esaslara göre disiplin cezası verilebilir.

**Madde 17 :** Personele verilmiş olan disiplin cezaları personelle ilgili yönetici tarafından ilgili yazılı olarak bildirilip siciline işlenir. Ancak uyarma ve kınama cezası alanlar bu cezanın verildiği tarihten itibaren 3 yıl içinde başka bir disiplin cezası almazlarsa evvelce aldıkları uyarı ve kınama cezaları kaldırılır. Bu durum ilgili personelin siciline işlenir ve kendisine yazı ile bildirilir. Ceza ile işine son verilen personele ihbar süresi uygulanmaz ve işten çıkarma tazminatı verilmez.

## **UYARMA**

**Madde 18** : Personele görev ve davranışlarında daha dikkatli ve özenli davranması gereğinin bildirilmesine uyarma denir.

- Verilen emir ve görevlerin tam ve zamanında yapılmasında, görev yerinde şirketçe belirlenen usul ve esasların yerine getirilmesinde, görevle ilgili yazı, belge, araç ve gereçlerin korunması, kullanılması ve bakımında kayıtsızlık gösterilmesi ve düzensiz davranmak,

- Özürsüz olarak görev başına bir ay içinde üç defa geç gelmek ve görevden erken ayrılmak, görev yerini terk etmek,

- En yakın yöneticinin uyarılarına rağmen iş esnasında iş ile ilgili olmayan hususlarla meşgul olmak, hallerinde uyarma cezası verilir.

## **KINAMA**

Personeline görev ve davranışlarında kusurlu olduğunu yazı ile bildirmektir.

- İzinsiz olarak bir gün göreve gelmemek,

- Görevi esnasında yöneticisine hal ve hareketi ile saygısızlıkta bulunmak,

- Şirkete ait araç, gereç ve benzeri eşyayı özel işlerinde kullanmak,

- İş arkadaşlarına ve maiyetindeki personele kötü davranışlarda bulunmak,

- Verilen emirlere itiraz etmek,

- Yönetici ve arkadaşları hakkında onları küçültücü haber yaymak dedikodu yapmak,

- Bir yıl içinde iki defa uyarma cezası aldığı halde aynı yıl içinde uyarma cezasını gerektirecek yeni bir fiil işlemek, hallerinde kınama cezası verilir.

## **AYLIKTAN KESME**

Personelin bağlı olduğu yöneticilerinin tayin ve takdir edeceği miktarda aylığından kesinti yapılmasıdır. Kesinti miktarı personel ücretinin her halde % 50'sini geçemez.

- İzinsiz ve kesintisiz iki gün görevine gelmemek,



- Görevi başında yöneticilerine söz ile saygısızlık yapmak,
- Bir yıl içinde iki defa cezası verildiği halde aynı süre içinde kınama cezasını gerektirecek bir fiil işlemek, hallerinde verilir.

### **İŞE SON VERME**

Personelin bir daha şirkette göreve alınmamak üzere şirket ile ilişkisinin kesilmesidir.

- İzinsiz ve kesintisiz üç gün göreve gelmemek,
- Şirket ile ilişkisi olan gerçek ve tüzel kişilerden doğrudan doğruya veya aracı eli ile de olsa menfaat sağlamak,
- Göreve sarhoş gelmek veya görev yerinde içki içmek,
- Verilen emir ve görevleri kasten yapmamak,
- Gerçeğe aykırı rapor ve belge düzenlemek,
- Şirket görevlilerini zor duruma düşürmek için veya kendi kusurunu örtmek amacıyla resmî belge veya evrak gizlemek, tahrip etmek veya değiştirmek,
- Yöneticilere veya maiyetindekilere fiili saldırıda bulunmak,
- Bir yıl içinde iki defa aylıktan kesme cezası aldıktan sonra aynı cezayı gerektiren bir fiil daha işlemek,
- İki yıl üst üste olumsuz sicil almak, hallerinde işe son verme cezası verilir.

### **İSTİFA, İHBAR SÜRESİ**

**Madde 19** : Şirket personeli ihbar koşullarına uygun olarak baş vurmak şartı ile işten istifa edebilir.

**Madde 20** : Genel kural olarak işinden istifa eden personel tekrar şirket bünyesine alınmaz. Ancak istisnai olarak, istifası geçerli bir nedene dayanan, şirkette çalıştığı süre içinde olumsuz sicil almamış bulunan ve yeniden başvurduğu tarihte görevinin gerektirdiği nitelikleri kaybetmemiş olan personel, şirket dışında geçen süredeki gelişmeler de dikkate alınarak tekrar işe alınabilir.

**Madde 21** : İstifa eden personel, saklamakla sorumlu olduğu belgelerle ve çizimlerle, araç-gereçleri devir ve teslim etmek zorundadır.

**Madde 22** : Bu akitte yeri olmayan ya da açıklık bulunan konularda genel hükümler çerçevesinde şirket, karar vermeye yetkilidir.

**Madde 23** : Bu akit yürürlüğe girdiği tarihten önce şirkette istihdam edilen personel varsa, bu akit hükümlerine intibak ettirilerek tekrar atama yapılırlar.

**Madde 24** : Bu akit ...../...../.....tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yürürlüğe girer.

### 11.1. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş PORTFÖY YÖNETİMİ KARAR KAYIT DEFTERİ

**Defter Kayıt No :**

PC GİRİŞ KOD 1  
PC GİRİŞ KOD 2

YIL	AY	GÜN	SAAT	DAKİKA
.....	.....	.....	.....	.....

ALIM SATIM : .....

MENKUL TÜRÜ : .....

MENKUL ADI : .....

MENKUL MİKTARI : .....

MENKUL FİYATI : .....

İŞLEM YAPILAN HESAP ADI : .....

İŞLEM YAPILAN HESAP LİMİTLERİ : .....

İŞLEM YAPILAN HESAP GRUBU : .....

ONAY : .....

(Kopyalama yolu ile değişik hesapların kârları da zahmetsizce alınabilir ancak her portföy için ayrı föy saklanması gerekir.)

## **11.2. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. ŞİRKET İÇİN KONTROL SİSTEMİ**

MB portföy yönetimi, yatırımcı ve operasyon-saklama şirketleri ilişkilerinde sadakat, doğruluk, gizlilik, kararlılık ve tutarlılık prensipleri ile çalışır. MB portföy yönetimi, prensiplerin sıkı sıkıya bizzat uygulanmasının ve günlük takibinin portföy yönetiminin etik ve yasal şartları bakımından daha sağlıklı olacağını düşünmektedir.

Portföy yöneticilerinin aldıkları kararlar, en az iki portföy yöneticisinin ortak şifresi ile giriş yapabilen ve hafızası Silinmeyen bir PC yardımı ile PORTFÖY YÖNETİM KARAR KAYIT DEFTERİ'ne kaydedilecektir. Bu kayıtın içeriğinde, alımı ya da satımı yapılan menkulün adedi bilgileri, hangi fiyattan alınıp satılmasının hedeflendiği, hangi yatırımcı hesabına ne kadar alınıp satılacağı, yapılmışsa toplulaştırmanın yatırımcı bazında dağılımı bulunmaktadır. Kayıtlar menkullerin işlem saatinden en az 2 saat önce yapılmalıdır. Onaylı çıktılarının bir nüshası denetim birimine iletilecektir. Çıktıların üzerine kayıt tarih-saat-dakika bilgileri bulunacaktır.

Alınan kararlar doğrultusunda operasyon birimince uygulanan ordinoların gerçekleşme bilgileri bir başka dosyada izlenir. Operasyon grubuna iletilen ordinolar ve ordino teyit formları yine denetim biriminin incelenmesine sunulur. Bir şekilde alınan karar verilen ordinolar, gerçekleşenler ve gerçekleşmeyenler bir araya getirilir ve her işlem günü için bir dosya oluşturulmuş olur.

Her işlem günü dosyası, operasyon grubundan alınan işlem defteri, bir sonraki gün borsadan alınan MB portföy yönetiminin işlem yaptırmış olduğu menkulün, menkul bazında, işlem defteri ile ve denetim birimince gerekli görülürse daha önceki günlerin ve daha sonraki günlerin menkul bazında işlem defterleri de karşılaştırılır. İşlem büyüklüğü, piyasa etkisi, karşı üye bilgileri, sistematize olan karşılılıklar ya da şüphe uyandırıcı durumlar varsa rapor edilir. Son olarak saklama hesabının tutarlılığı ve mevcudiyeti de kontrol edilerek o güne ait dosya tamamlanmış olur. Tamamlanan dosyalar için bir bilgi notu hazırlanır, yapılan işlemler check edilerek dosya kapağına konan bilgi notu ile birlikte dosya saklanır. Yatırımcı istediği an diğer yatırımcı isimlerinin hesap numarası ile takip edildiği bu dosyaya ulaşabilir.

Denetim birimi ayrıca her gün yatırımcı hesaplarından yapılan her türlü hareketin vesaii ile beraber kontrolünü yapar.

**11.3. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.  
DENETİM BİRİMİ RAPOR ÖRNEĞİ**

**İŞLEMLER İNCELENEN GÜN** : ...../...../.....

İNCELENEN MENKUL SAYISI : .....

İNCELEME BÖLÜMLERİ : .....

**KARAR ALAN PORTFÖY YÖNETİCİLERİ** : .....

ONAYLAYAN YÖNETİCİ : .....

**KARAR DEFTERİNİN İNCELEME SONUÇLARI** : .....

**OPERASYON ŞİRKETİ İŞLEM DEFTERLERİ İNCELEMESİ** : .....

ORDİNO : .....

İŞLEM DEFTERİ : .....

İŞLEM TEYİT FORMU : .....

EXTRE ÖRNEĞİ : .....

**BORSA İŞLEM DEFTERİ İNCELEMESİ** : .....

İŞLEM DÖKÜMÜNÜN ALINIP ALINMADIĞI : .....

DİKKAT ÇEKEN ALIM SATIMLAR : .....

KAÇ GÜNLÜK İNCELEME YAPILDIĞI : .....

ORTALAMA FİYAT VE SAPMA BİLGİLERİ : .....

DİĞER BİLGİLER : .....

**SAKLAMA HESABININ İNCELENMESİ** : .....

NOTLAR : .....

VARSA YORUMLAR : .....

**İMZA:** .....

TARİH : .....

#### 11.4. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

##### PORTFÖY YÖNETİCİSİ YATIRIMCI GÖRÜŞME FORMU

###### YATIRIMCININ

ADI SOYADI : .....  
ADRESİ : .....  
TEL : .....  
FAX : .....

GÖRÜŞME YERİ : .....  
GÖRÜŞME TARİHİ : .....  
GÖRÜŞME KONULARI : .....

###### GÖRÜŞÜLMESİ GEREKEN ASGARÎ HUSUSLARDAN BAZILARI

Bu bölüm sözlü olarak sorulan soruların cevaplarına bağlı olarak portföy yönetim uzmanları tarafından hazırlanacaktır.

Yatırımcıların meslekî bakımdan durumu, meslek olarak iş güvencesinin durumu araştırılmalıdır.

Yatırımcının gelirleri ve bu gelirlerin dağılımı ve istikrarı hakkında bilgi edinilmelidir.

Yatırımcı için ayırmış olduğu tutarın kaynağı araştırılmalı eğer yine menkul kıymetlere yapılan yatırımların bir bölümü portföy yönetimine tahsis edilmekte ise geride kalan portföylerin bileşimi hakkında bilgi alınmalıdır. Bu konuda alınan bilgi yanında, geride kalan portföyün MB portföy yönetimi üzerinde ne gibi baskı ve istekler oluşturabileceği hakkında araştırma yapılmalıdır.

Yatırımcının başlangıç için portföy yönetimine tahsis ettiği tutarın ileride ne sıklıkta artabileceği ve bu artışların kaynakları araştırılmalıdır. Eğer portföyden çekmeler olarsa bunların bağlı bulunduğu değişkenler araştırılmalıdır. Portföy yönetimini sona erdirebilecek hususlar üzerinde bilgi edinilmelidir.

Bakmakla yükümlü olduğu şahıslar hakkında bilgi alınmalıdır, sigorta ve diğer ani oluşabilecek konularda bilgi edinilmelidir. Bu soruların amacı portföyde tutulması gereken asgarî likiditeyi tespit etmek bakımındandır.

Yatırımcının görünen servet unsurları nelerdir? Araba, ev, yazlık, tekne gibi. Bu hususlara ilişkin bilgi alınmalıdır.

Ödemekle yükümlü olduğu düzenli borç ya da vergiler olup olmadığı, bunların portföy yönetimine etkileri hakkında bilgi edinilmelidir.

Risk hakkındaki düşünceleri, kişisel özellikler, ve de konjüktüre bağlı olarak risk bandını nerede oluşturması gerektiğini tartışmalı, yönlendirme yapmadan tespit edilmelidir.

Portföy yönetiminin ilk ziyaret esnasında bırakılan belgeleri okuyup okumadığı, anlayıp anlamadığı hususuna yönelik sorular sorulmalıdır. Şu unutulmamalıdır ki, söz konusu belgeleri okumuş ve anlamış yatırımcının portföy yönetiminden elde edeceği tatmin daha yüksek olacaktır. Önemli olan, portföy yönetiminin malî ve teknik başarısı yanında, insan ilişkileri ve yatırımcının bundan tatmin ve mutluluk düzeyi bakımından da bir takım hususların dikkate alınmasıdır.

Yatırımcı, portföyün performansını izlemek bakımından nasıl bir ilgi düzeyinde olacaktır. İlgisi net başarı faktöründe mi yoğunlaşacaktır yoksa portföy içerik bilgisi ya da genel olarak pozisyon bilgisi üzerine mi yoğunlaşacaktır. Bu konuda gerek portföy yöneticilerinin gerekse back office personelinin ikaz edilmesi gereken hususları tespit bakımından bilgi edinilmelidir.

Yatırımcının menkul kıymetler piyasaları ile geçmiş dönemde nasıl bir ilişkisi olmuştur, hangi kurumlardan, hangi tip personelden neden hoşlanmış ya da neden hoşlanmamıştır. Bu konuda bilgi edinilmeli ve MB içinde gerekli önlemlerin alınmasına çalışılmalıdır.

Yatırımcı direktifleri bakımından bilgi sahibi olup olmadığı, portföy yönetimde müdahale edebileceği hususların neler olup olmadığını araştırmak gerekmektedir.

Saklama ve operasyon bakımından titiz olduğu hususların neler olduğu, masraf-ışlem yoğunluğu ile kârlılık arasında tercihinin ne olduğu öğrenilmelidir.

Temel yatırım amacının ne olduğu bilinmelidir. Kazanç mı? Kumar mı? Disiplin elde etmek mi? Vakit ve bilgi eksikliği mi?

Temel yatırım stratejisi önemlidir. Al sat mı? Al tut mu? Çeşitlendirme mi? Güvenilirlik mi? Likidite mi? Hareketlilik mi?

Sorunların rahatsız edici olmamasına, bilgi edinmenin yöneldiği amacın açıkça anlatımına özen gösterilmelidir.

DESTEK ALINMASI GEREKEN HUSUSLAR : .....

ŞİKAYET KONUSU HUSUSLAR : .....

ÖZEL İSTEKLER : .....

TEYİTLEŞMELERİN YAPILIP YAPILMADIĞI : .....

SONUÇLAR : .....

RAPORLAMA : .....

İMZA : .....

---

Bu bölüm portföy yöneticilerinin şefi yoksa genel müdür tarafından doldurulacaktır.

Acil durumlarda yatırımcıya ulaşabilmek için önlem alınmış mı? Yine acil durumlarda yatırımcının yardım talepleri nasıl karşılık bulacak? Bu hallerde uygulanacak önlemler nelerdir? Bilgi oluşturulup oluşturulmadığına bakılır.

Portföy yönetiminin gelir ve sermaye artış ya da azalmaması bakımından bir taahhüdü içermediği ve portföy yönetiminin malî riskler taşıdığı anlatılmış mı? Yatırımcıya, MB portföy yönetiminin bu risklere hiçbir düzey ve şartta ortak olmadığı anlatılmış mı?

MB'nin tanıtımı, çalışma prensipleri net olarak anlatılmış mı?

Portföy yönetiminde yatırımcı tarafından tahsis edilen tutarın nasıl tespit edileceği ve vadelerin önemi anlatılmış mı?

Referans portföylerin belirlenmesinde ana prensibin bir ölçüt olduğu, portföy yönetiminin ana amacının yatırımcının portföyünün en az riskle en fazla kazanç elde etmeye yönelik olduğu anlatılmış mı?

Portföy yönetim stratejileri hakkında bilgi verilmiş mi?

Risk tipolojisinin oluşumu sağlıklı yapılmış mı?

ONAY

**11.5. MB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.  
KURUMSAL YATIRIMCI PORTFÖY YÖNETİMİ  
İHTİYAÇ ALANLARI ETÜDÜ**

**YATIRIMCI ŞİRKETİN :**

TİCARÎ ÜNVANI : .....  
SİCİL NO : .....  
ÖDENMİŞ SERMAYESİ : .....  
YÖNETİM KURULU : .....  
GENEL MÜDÜR : .....  
İMZA YETKİLİSİ/SÜRESİ : .....  
İRTİBAT TEL : .....  
İRTİBAT FAX : .....

BİLANÇO AKTİF TOPLAMI VE DAĞILIMI :

AFTİF İÇİNDE NAKİT DEĞERLERİN DAĞILIMI :

NAKİT DEĞERLERİ ARTTIRMA İMKANLARI :

Ödemeleri Geciktirmenin maliyetleri  
Tahsilatları hızlandırmanın maliyetleri

SABİT TUTULAN NAKİT TUTARLARI VE BAĞIMLILIKLARI :

TAM NAKİT AKIM TABLOSUNUN ÖZELLİKLERİ

DÖVİZE BAĞLI İŞLEMLERİN ÖZELLİKLERİ :

UZUN VADEYE AYRILABİLİR VEYA VADESİ UZATILABİLİR FONLARIN  
VARLIĞI VE ÖZELLİKLERİ :

KISA VADELİ DEĞERLENDİRİLMESİ GEREKEN SONLAR, ÖZELLİKLER :

ZAMAN ÇİZELGESİ ÜZERİNDE İHTİYAÇ ALANLARININ TESPİT EDİLMESİ :

RAPORLAMA :

İMZA

---

Bu bölüm portföy yöneticilerinin şefi yoksa genel müdür tarafından doldurulacaktır.

**ONAY**



## SONUÇ

Portföy yönetiminin, yatırımcı birikimlerinin esas değerini koruyacak şekilde zaman içinde artarak yatırımcının risk beklentileri doğrultusunda yeterli bir getiri sağlayacak şekilde yapılması gerekmektedir.

Yatırımcılar, yapmış oldukları yatırımların zaman zaman alternatif maliyetlerini hesaplayarak yatırım kararlarının doğruluklarını test etme ihtiyacı hissederler. Bu ekonomi biliminin de gerekli kıldığı bir olgudur.

Portföy yönetim şirketleri yatırımcıların en üst düzeyde memnun edebilmek için konusunda uzmanlaşmış profesyonel kadrolarla çalışmaları, sürekli değişkenlik gösteren piyasalara disiplinli ve istikrarlı yaklaşım göstermeleri, olağan dışı piyasa hareketlerinde anında hareket etme kabiliyeti ve hızlı karar alma özelliklerini taşımalıdır.

Portföy yönetim şirketlerinin müşterilerine özel portföy yapısı sağlayabilmek, orta ve uzun vadeli yatırım stratejisinde bulunabilme ve müşterilerine düzenli bilgi akışı sağlayabilme niteliklerine sahip olmalıdırlar.

Başarılı ve nitelikli bir portföy şirketi olabilmek için önemli kriterler vardır. Portföy yönetiminin dürüst ve şeffaf olması, portföy yöneticilerinin yaratıcı ve mükemmeliyetçi özellikler taşıyabilmesi, portföy şirketinin sorumluluk taşıyabilmesi, adaletçi ve rekabetçi yapıda olabilmesi ve müşteri memnuniyetini sağlayabilmesi özellikleri şirketi başarıya taşıyacak unsurlardır.

Günümüzde 59 aracı kuruluşun portföy yönetim yetki belgesi bulunmaktadır. Bunların 41 tanesi bu hizmeti vermektedir. Aracı kuruluşların yönettiği portföy büyüklüğü 2004 yılı itibarıyla 3,3 milyar YTL'dir.

İlk kurulan portföy yönetim şirketi Oyak Portföy olup, 1997 yılında kurulmuştur. Şu anda 20 tane portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Bunların yönettiği portföy büyüklüğü ise 17 milyar YTL'dir. Toplam yönetilen portföy ise yaklaşık 21 milyar YTL'dir.

Sektörün çok yeni olması ve ülkede sürekli değişken piyasaların var olması nedeni ile şirket sayısı ve yönetilen portföy büyüklüğü dünya ülkelerine göre oldukça düşük sayılabilir. Daha istikrarlı piyasalar oluşukça portföy yönetim şirketlerinin sayısının ve portföy büyüklüğünün artması kaçınılmaz olacaktır.

## ŞEKİLLER ve TABLOLAR LİSTESİ

Şekil 1.	Yatırımcıların Gruplandırılması	10
Şekil 2.	Fayda, Verimlilik ve Yatırımcı Tiplemesi	12
Şekil 3.	Risk Çeşitleri	15
Şekil 4.	Toplam Risk	16
Şekil 5.	Karakteristik Doğru	23
Şekil 6.	Risk ve Getiri İlişkisi	23
Şekil 7.	Risk ve Menkul Değerler İlişkisi	24
Şekil 8.	Temel Analiz Yönteminin Aşamaları	27
Şekil 9.	Endüstri Hayat Eğrisi	31
Şekil 10.	Portföy Yönetiminin Şematik Gösterimi	38
Şekil 11.	Menkul Değer Pazar Doğrusu	42
Şekil 12.	Yatırım Fırsatları Seti	45
Şekil 13.	Sharpe Performans Ölçüsü	47
Şekil 14.	Treynor Performans Ölçüsü	48
Şekil 15.	Jensen Performans Ölçüsü	49
Şekil 16.	1997-1998 Krizinde İMKB'nin Seyri	56
Şekil 17.	Uluslar arası Sermaye Akışları	58
Şekil 18.	Beyin Hücreleri Ağı Modelinin Şematik Gösterimi	69
Tablo 1.	Hisse Senetlerinin Derecelendirilmesi	72
Tablo 2.	Portföy Yönetimi	79
Tablo 3.	Portföy Yönetim Şirketleri	80

## KAYNAKLAR

1. **Akgüç,Ö.** ; “ Finansal Yönetim”. s: 12. Avcıol Matbaası İstanbul, 1989.
2. **Alkin, E.**; “A.G.E”. s: 12.
3. **Alkin, E.**; “Gelir ve Büyüme Teorisi” s: 12 Filiz Kitabevi. İstanbul,1992.
4. **Aslan, N.** ; “Uluslar arası Özel Sermaye Akımları” s : 89. Türkmen Kitabevi. İstanbul, 1997.
5. **Aslan, N.**; “A.G.E”. s: 51.
6. **Basu, S.**; “Investments Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Parning Ratios”, s: 663 Journal of Finance June, 1977.
7. **Bolak, M.**; “Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi” s:133 Beta Yayınları İstanbul, 1994.
8. **Bolak, M.**; “A.G.E”. s: 152,154,166,233
9. **Borrry, C.B.** ;“Limited Information as A Source of Risk” Journal of Portfolio Management s: 47 N.Y. 1986.
10. **Bozkurt, Ü.**; “A.G.E”.s: 83,84,131,138,144,272,273,306,309
11. **Bozkurt, Ü.**;. “Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi.” s : 82. İktisat Bankası, Eğitim Yayınları. İstanbul,1988.
12. **Box, George E. JENKINS,**; “G.M. Time Series Anaylsis Forecasting and Control”. Halden-Day Inc. San Francisco,1970.
13. **Ceylan, A./ Korkmaz, T.**; “A.G.E”. s:14,16,17,33, 220,221
14. **Ceylan, A./ Korkmaz, T.**; “Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi” s: 31 Ekin Yayınları. Bursa,1995.
15. **Christy, A. George. Clendenin, C. John.**;" Introduction to Investments". s: 645. Mc Graw-Hill Book Company. New York, 1974.
16. **Cozzini, A.**; “Cros Border Capital Flow” FIBU Conference s: 14-15. Milan 20. June. 1994.
17. **Easterlin, R.A.**; “Does Money Buy Happeness?” Puplic Interes. s:30 ,1973.
18. **.Edesess,M./Havcht , G.A.**; “Scenario Forecasting, Journal of Portfolio Management”. Spring,1980.

19. **Fabozzi, J./ Frank .;** “Current Topics in Investment Management”. s :132. Harper C. Row Puplichers. N.Y. 1990.
20. **Fisher, D. E /Jordan, R.J.;** “Security Analysis and Portfolio Management” Prentice-Hall Inc. New Jersey, 1987.
21. **Fisher, D. E /Jordan, R.J.;** “Security Analysis and Portfolio Management” Prentice-Hall Inc. New Jersey, 1987.
22. **Fong, H.G.;** “ A Risk Minimization Strategy For Portfolio Immunization”Journal Of Finance , December , 1984.
23. **Francis, J.C.;** “Investments, Analysis and Management” s: 300 Mc Graw-Hill Book Company. New York, 1976.
24. **Gökbel, Altınırmak, S.;** “Süre Temelli Portföylerve İMKB’de Uygulanabilirliği”. SPK Yayınları (2003).
25. **Fuller and Farrel.;** “Modern Investments and Security Analysis”. s: 361. McGraw-Hill New York, 1987.
26. **Hançerlioğlu, O.;** “Ekonomi Sözlüğü”. s : 319. Remzi Kitapevi. İstanbul, 1986.
27. **Harrington,R. Diana.;** “Modern Portfolio Theory and The Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory”. s: 26. Prentice-Hall Inc. New Jersey, 1987.
28. “Hisse Senetleri Pazarını Yenme Modelleri ve İMKB Üzerinde Yapay Zeka Modeli Uygulamaları” s: 88.
29. **İskender, C.;** Portföy Yönetim Teknikleri,SPK Araştırma Raporu (2000).
30. **Johnson, T.;** “Investments Principles”. s.369. Prentice-Hall, Inc.1983.
31. **Jones,P. /Charles. T,/ Donald L.;** “Essentialof Modern Investmens”. s :353 the Ronald Press N.Y. 1977.
32. **Karan,M.B.;** “Portföy Yatırım Stratejilerinin ve Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi” Bankalar Birliği Yayınları. Ankara, Şubat 1997.
33. **Karan,M.B.;** “Hisse senetlerine Yapılan Yatırımların F/K Oranına Göre Değerlendirilmesi” İşletme ve Finans Dergisi Mart,1996.
34. **Karaşin, G.;** “ Sermaye Piyasası Analizleri”. s : 103. SPK Yayınları. Ankara, 1986.
35. **Karaşin, G.;** “Sermaye Piyasası Analizleri.” s: 101. SPK Yayın No : 4. Ankara, 1986.

36. **Kaymaz, H.;** “Yatırım Fonlarının Değerlendirilmesi. İşletme ve Finans Dergisi”. Eylül, 1997.
37. **Keyder, N.;** “Para-Teori-Politika”. s: 251 Ortadoğu Teknik üniversitesi. Ankara , 1991
38. **Leffler, G.L./Farwell , L.C.;** “The Stock Market”. s: 620 The Ronald Press Co. New York.
39. **Maliye Yazıları.;** Sayı 22. Şubat 1990. “Türkiye’de İç ve Dış Faiz İlişkilerindeki Gelişmeler” s: 13-14.
40. **Markowitz, H.;** “Portfolio Selection”. s : 6 Yale University Press, 1959.
41. **Mason,J.W.;** “A Financial Planningand Counseling Perspective” American Behavioral Scientist Dergisi Vol :35-No 6 : s:771-780 July 1992.
42. **Members, E.E.;** “Dictionary of Economics and Business”, Littlefield. s: 334 Adams Co. New Jersey 1976.
43. **Zinberg, E.D. /: Zeikel , A.;** “Investment Anaylsis and Portfolio Management” s: 586. Illinois 1987.
44. **Nicholson, S.F.;** “Price Earning Ratios. Financial Analysis” Journal July-August, 1960.
45. **Özmen, A.;** “Zaman Serileri Analizinde Box-Jenkins Yöntemi”. Anadolu Üniversitesi Basımevi,Eskişehir, 1986.
46. **Reinganum, M.R.;** “Miss Precification of Capital Asset Pricing”. Journal of Financial Economics. September, 1981
47. **Sarı, Y.;** “Borsada Teknik Analiz”. s:12, 34. Alfa Yayınları. İstanbul, Mayıs 1995.
48. **Sarıkamış,C.;** “Sermaye Pazarı” s: 49. Alfa Yayınları İstanbul, 1995.
49. **Sharpe, F.W.;** “Mutual Fund Performance” p : 119-138. Journal of Business, 1966.
50. **Sharpe, F.W.;** “Investments” s: 106 Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs , New Jersey, 1976.
51. “Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu”, (2003). İMKB Yayınları ss. 45-49
52. **Seyidoğlu, H.;** “Uluslararası İktisat” s.105 Güzem Yayınları. İstanbul ,1994.
53. **Strabaek, M.;** “Making Creative Uses of Otherwise Useless P/E Ratios” s: 12- Economic and Financial Prospects. No : 2. April-May, 1997.

54. **Şahin, M.;** “Borsada Teknik Analiz”, İstanbul, 1992.
55. **Treynor, J.;** “How the Rate Management of Investment Funds” s:63-75. Harvard Business Review January-February,1965.
56. **Uğuz, M.;** “Menkul Kıymetler Seçimi ve Yönetimi”. s: 416. İstanbul,1990.
57. “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye” s:27. Araştırma Müdürlüğü, İMKB İstanbul, Aralık 1994.
58. “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye”. s : 23 Araştırma Müdürlüğü, İMKB. İstanbul, Aralık 1994.
59. **Unvan, H.;** “ Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Deneme” 1978-1986. s: 4 Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları. No : 11. Ankara, 1989.
60. **Uyar, A.;** “Hisse Senedi Pazarını Yenme Modelleri ve İMKB Üzerinde Yapay Zeka Modeli Uygulamaları” s : 88 Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü. İstanbul , 1998.
61. **Ülgen, Y.;** “Fiyat Teorisi”. s. 293 Filiz Kitapevi. İstanbul, 1984.
62. “Yeniüzyıl Gazetesi”, Finans Sayfası18.08.1998.
63. **Yüksel, İ.;** “İMKB Zaman Serilerinin Box-Jensen Yöntemi İle Tahmini” İşletme-Finans İstanbul,Ocak 1997.