

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
EĞİTİM BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
İŞLETME EĞİTİMİ ANA BİLİM DALI
BANKACILIK EĞİTİMİ BİLİM DALI**

**TÜRK SERMAYE PİYASASINDA
PORTFÖY YÖNETİMİNDE ETKİNLİĞİN ARTIRILMASI
İÇİN
PORTFÖY YÖNETİCİLERİNİN VE YATIRIMCILARIN
EĞİTİMİNE YÖNELİK BİR MODEL ÖNERİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Derya ŞÜKÜROĞLU**

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Nevzat AYPEK**

Ankara – 2004

Eğitim Bilimleri Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Ankara

Derya Şüküroğlu'na ait “Türk Sermaye Piyasasında Portföy Yönetiminde Etkinliğin Arttırılması İçin Portföy Yöneticilerinin ve Yatırımcıların Eğitimine Yönelik Bir Model Önerisi” adlı çalışma, İşletme Eğitimi Ana Bilim Dalı Bankacılık Eğitimi Bilim Dalı'nda YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan:.....

Prof. Dr. Nevzat AYPEK(Danışman)

Üye:.....

Yrd. Doç. Abdullah ERGİN

Üye:.....

Yrd. Doç. Mehmet ASLAN

ÖZET

Finansal piyasaların gelişmesi, portföy ve portföy yönetiminde en önemli etken olmuştur. Ülkemizde finansal piyasalarda işlem gören enstrümanların sayıca az olması bu piyasada yatırım yapan yatırımcıları bireysel olarak portföy oluşturmaya yöneltmişti. Ancak son yıllarda sermaye piyasasına yeni enstrümanlar girmiş, halka açılan şirketlerin sayısının artmış olması ve buna paralel olarak bu hisse senetlerinin borsada işlem yapmaya başlaması yatırımcıların portföylerini kendilerinin yönetmesini zorlaştırmıştır. Bunun sonucu olarak bireysel yatırımcılar portföylerini profesyonelce yönetmek veya yönettirmek arzusu içine girmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'ca 1993'de portföy yöntemine izin verilmiş ve yetki belgesi alan kuruluşlarca portföy yönetim hizmeti vermeye başlanmıştır. Günümüzde de bu hizmeti ağırlıklı olarak bankalar ve aracı kurumlar vermektedir.

Profesyonel portföy yönetiminde uygun yatırım araçlarının seçimi ve en yüksek getirinin elde edilmesi amaçlanırken, yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin eğitimi büyük önem taşımaktadır. Yatırımcının ve portföy yöneticisinin eğitimi portföy yönetiminde etkinliğin artırılmasında en önemli etkenlerden birini oluşturmaktadır.

ABSTRACT

Development of financial markets was the most important factor in portfolio and portfolio management. Fewness of instruments in number traded in the financial markets of our country lead investors in this market to make individual portfolios. However, introduction of new instruments, increase in number of firms going public (IPO's), as well as trade of these securities in the stock exchange made management of portfolio difficult for individual investors. Therefore, individual investors have begun to manage their portfolios in a professional manner or to leave portfolio management to professionals.

Capital Market Board allowed portfolio management in 1993, and institutions that obtained licence have begun to offer portfolio management services. Nowadays, this service is offered mainly by banks and intermediary financial institutions.

Since the purpose of the portfolio management is to choose appropriate instruments for investment and to obtain the maximum possible rate of return, the levels of education of both investors and portfolio managers gain great importance. The education levels of both investors and portfolio managers play the most important role in increasing efficiency of portfolio management.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	ix
BÖLÜM I	
PORTFÖY YÖNETİMİ	
1. PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİMİ	2
2. PORTFÖY YÖNETİM SÜRECİ	2
2.1. Portföy Planlaması	3
2.2. Yatırım Analizi	3
2.3. Portföy Seçimi	4
2.4. Portföy Değerlemesi	5
2.5. Portföy Revizyonu	5
3. PORTFÖY ÇEŞİTLERİ	13
3.1.- Tamamı Tahviller ve Tahvil Türevlerinden Oluşan Portföyler	13
3.2.- Tamamı Hisse Senetleri ve Hisse Senedi Türevlerinden Oluşan Portföyler	14
3.3.- Karma Portföyler	15
4. PORTFÖY OLUŞTURMADA KARŞILAŞILAN RİSKLER	7
4.1. Sistematik Risk	8
4.1.1.- Faiz Oranı Riski	8
4.1.2.- Enflasyon Riski	8
4.1.3.- Piyasa Riski	9
4.2. Sistematik Olmayan Risk	9
4.2.1.- Finansal Risk	9
4.2.2.- Yönetim Riski	10
4.2.3.- Endüstri Riski	10
4.2.4.- Faaliyet Riski	10
4.3. Risk ve Getiri	11

5. GELENEKSEL PORTFÖY YÖNETİMİ	16
6. MODERN PORTFÖY TEORİSİ	19
6.1. Modern Portföy Teorisinde Temel Varsayımlar	19
6.2. Markowitz Modelinde Temel Kavramlar	20
6.3. İki Menkul Kıymetten Oluşan Bir Portföy Çeşitlemesi ile Riskin Azaltılması Koşulları	22
6.4. Markowitz Çeşitlendirmesinin Grafikle Gösterilmesi	24
6.5. Üç Menkul Kıymetten Oluşan Bir Portfde Risk ve Getiri	25
6.6. N Sayıda Menkul Kıymet ve Etkin Sınır	27
7. YATIRIMCILARIN TERCİHLERİ, FARKSIZLIK EĞRİLERİ ve PORTFÖY SEÇİMİ	29
8. PORTFÖY ANALİZİ İÇİN GEREKLİ GİRDİLERİN DÜZENLENMESİ	30
8.1. Geçmişe Ait Bilgilerin Toplanması ve Düzenlenmesi	31
8.2 Geleceğe Ait Olasılık Dağılımlarının Oluşturulması	32
9.PORTFÖY OLUŞTURMA STRATEJİLERİ	37
9.1. Satın Al ve Elde Tut Stratejisi	37
9.2. Endeks İçerikli Fon Stratejisi	38
9.3. Maliyeti Ortalama Stratejisi	38
9.4. Sabit Para Miktarı Stratejisi	39
9.5. Sabit Oran Stratejisi	40
9.6. Sabit Değer Stratejisi	41
9.7. Gelecekteki Yükümlülükleri Karşılama Stratejisi	42
9.8. Analiz yöntemlerine Dayanan Stratejiler	42
10. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA BAZI ÖNEMLİ KURALLAR	43
11. PORTFÖY PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ	35

BÖLÜM II PORTFÖY YÖNETİMİ VE ETKİNLİK

1. PORTFÖY YÖNETİMİNİN ETKİNLİĞİ	49
1.1.- Portföy Oluşturma ve Yönetiminde Başarı Kriterleri	49
1.1.1.- Verimlilik	49
1.1.2.- Karlılık	50
1.1.3.- Etkililik	50
1.1.4.- Etkinlik	51
1.2.- Portföy ve Etkililik-Etkilik İlişkisi	51
2. ETKİLİLİK VE ETKİNLİK YÖNELİMLİ STRATEJİLER	53
3. ETKİLİLİK VE ETKİNLİĞİN ARTTIRILMASINA YÖNELİK STRATEJİ OLUŞTURMA AŞAMALARI	55
3.1. Kişisel Faktörler	56
3.1.1. Yatırımcının Yaşı ve Sağlık Durumu	56
3.1.2. Yatırımcının Bakmakla Yükümlü Olduğu Kişi Sayısı ve Yaşları	56
3.1.3. Yatırımcının Bilgisi ve Zamanı	56
3.1.4. Yatırımcının Ruhsal Yapısı	57
3.2. Finansal Faktörler	57
3.2.1.- Yatırılan Sermayenin Korunması	57
3.2.2.- Devamlı ve Belirli Bir Gelir Sağlama	58
3.2.3.- Değer Artış Sağlama İsteği	58

BÖLÜM III PORTFÖY YÖNETİCİSİNİN VE YATIRIMCININ EĞİTİMİNE YÖNELİK BİR MODEL ÖNERİSİ

1. EĞİTİM KAVRAMI	60
2. PORTFÖY YÖNETİCİSİNİN EĞİTİMİ	61
2.1. Portföy Yöneticisinin Eğitiminde Kullanılabilecek Teknikler	63
2.1.1. Takrir	63

2.1.2. Seminer	64
2.1.3. Olay İncelemesi	64
2.1.4. Demonstarasyon	64
2.2. Portföy Yöneticinin Eğitiminde Taraflar	64
3. YATIRIMCININ EĞİTİMİ	66
3.1. Yatırımcının Eğitiminde Kullanılabilecek Teknikler	66
3.1.1. Konferans	67
3.1.2. Forum	67
3.1.3. Sempozyum	67
3.1.4. Panel	67
3.1.5. Geziler	68
3.2. yatırımcının Eğitiminde Taraflar	68
4. PORTFÖY YÖNETİCİSİNİN EĞİTİMİNE BİR MODEL ÖNERİSİ	69
SONUÇ	73
KAYNAKÇA	76

GİRİŞ

Tasarrufların yatırıma dönüştürülerek değerinin artırılması ya da en azından değerinin korunması için uzun yıllar çalışmalar yapılmış, analiz yöntemleri geliştirilmiştir.

Geleceğin belirsizliği tasarrufların yönetiminin etkinliği hakkında kaygılara yol açmıştır. Kaygıların minimuma indirilmesi, gelecekteki muhtemel risklerden korunma, portföy yönetimini doğurmuştur.

Portföy oluşturma ve portföy yönetimi her ne kadar uzman kişiler tarafından gerçekleştirilmekte olsa da sermaye piyasasının yeterince etkin olmaması portföy oluşturmalarını ve yönetimini riskli hale getirmektedir. Bu noktada risklerin bir kısmının yok edilmesi portföy yöneticilerinin ve yatırımcıların eğitime ağırlık verilerek, bilgi yetersizliği nedeniyle yapılan etkin olmayan yatırımlardan uzaklaştırabilir.

Portföy yöneticileri ve yatırımcılar sorumlu oldukları portföyü yönetirken gösterdikleri başarıları aldıkları temel eğitime, piyasa bilgisine, bu bilgileri yorumlama yeteneğine, güncel bilgilerine ve kişisel özelliklerine bağlıdır.

Portföy yönetiminin etkinliği ile ilgili araştırma yapılarak, portföylerini kendileri yöneten yatırımcılar ve bu işi meslek edinmiş olan yöneticilerin etkinliği sağlayabilmek için gerekli koşullardan birinin ilgili şahısların eğitimi olduğu tespit edilmiştir.

Bu çerçevede çalışma üç bölümden oluşturulmuştur. Birinci bölümde portföy ve portföy yönetimi hakkında bilgiler ile portföy yönetimi sırasında karşılaşılabilecek

riskler açıklanmış, portföyün çeşitleri ve yönetim metotları hakkında bir kısım akademik bilgi sunulmuştur.

İkinci bölümde portföy yönetimi sırasında kişilerin karar alma sürecini etkileyen faktörlere yer verilmiş ve portföy yöneticilerinin ve yatırımcıların eğitilmesinde dikkat edilecek hususlar aktarılmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise portföy yöneticisi ve yatırımcının eğitiminde kullanılabilecek metodlar ve eğitimin tarafları konusunda bilgiler verilerek, portföy yöneticisinin eğitiminde kullanılabilecek bir model önerilmiştir

BÖLÜM I

PORTFÖY YÖNETİMİ

1.PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİMİ

Basit bir tanımla portföy, sahip olunan varlıkların ister aynı isterse farklı özelliği sahip en az iki kıymete yatırılması sonucu oluşan değere denilmektedir. (Kılınç, 1995:242)

Bir gerçek ya da tüzel kişinin sahibi bulunduğu hisse senedi, tahvil ve diğer değerli kağıtlar bir portföy teşkil eder. Bir menkul kıymetin varlığının portföy olarak nitelenmesi için toplam değerinin yüksekliği dikkate alınmadığı gibi içindeki kıymetlerin tür itibariyle çok sayıda olması da önemli değildir. (Karaşin,1987:125)

Zamanla değişen ekonomik koşullar, portföyden bazı kıymetlerin çıkartılıp satılmasını, yerlerine yenilerinin alınmasını gerektirir. Portföyden hangi kıymetlerin ne zaman çıkarılacağına ve yerlerine hangi kıymetlerin ne zaman konulacağına karar vermek uzmanlık isteyen bir iştir. Portföy yönetimi denilen bu iş, genellikle bankalar ve aracı kurumlar ve uzman kuruluşlar tarafından yapılır.

Portföy yönetimi tanımlanırsa, kıymetli madenlere dayalı olanlar dahil olmak üzere sermaye araçlarından oluşturulan portföylerin kendi adlarına yada müşteriler hesabına vekil sıfatıyla yönetilmesidir. (Kılınç, 1995:242)

Portföy yönetimi belli bir politikaya göre yürütülür. Risk, randıman ve kıymet artışı faktörlerinin bir veya ikisine ağırlık verilmek suretiyle yürütülen bu politika, portföy sahibi tarafından tespit edilir ve yöneticiye bildirilir. Politikanın belirlenmesinde başlıca yardımcı yine portföy yöneticisidir.

Bir portföyün yönetiminin mutlaka uzman bir yöneticiye emanet edilmesi gerekmez. Portföy sahibi de, bir danışmandan aldığı bilgileri değerlendirerek portföyünü yönetebilir.

2. PORTFÖY YÖNETİM SÜRECİ

Bir portföyün yönetim süreci belli bölümlerden oluşur. Bunları belirtmek gerekirse; portföy planlaması, yatırım analizi, portföy seçimi, portföy değerlendirmesi ve portföy revizyonu şeklinde temel aşamalardan bahsetmek mümkündür.(Bozkurt,1998 :125)

2.1. Portföy Planlaması

Portföy yönetiminin bu ilk ve en önemli aşamasında yatırımcının durumunun incelenerek belirlenmesi, portföy yöneticisinin durumunun saptanması ve yatırımcı adına hareket ederken portföy yöneticisine ışık tutacak yatırım kriterlerinin saptanması gibi temel işlemler yer almaktadır.(Akbaş, 1999:106)

Yatırımcının profili ve temel olarak riske yatkınlık durumu bu konuda en önemli noktayı oluşturmaktadır. Bu durum sadece oluşacak olan portföyü değil, aynı zamanda da hem portföyün hem de alım satım kararlarının sürecini de etkilemektedir.

Yatırım süresi boyunca yatırımcının portföye ayıracağı tutar, zaman zaman yapacağı eklemeler veya çekilişler yatırım kararını etkileyen bir diğer unsundur. Portföyün yönetimini yapacak kişi bu hususları dikkate alarak planlaması yapmalıdır.

2.2. Yatırım Analizi

Portföy yönetiminin ikinci aşamasını yatırım analizi oluşturmaktadır. Yatırım analizi yapılırken portföye alınabilecek varlıkların nitelikleri değerlendirilerek belli bir süredeki performansları sayısal verilere dayanılarak tahmin edilir.

Yatırım analizlerinin gerçekleşmesinde ekonomik analiz, sektör analizi ve varlıklar arasında ayırım ve tahminleme şeklinde bir sıra izlenebilir. (Bozkurt,1998 :127-143)

Ekonomik analiz incelemesi yapılırken ekonomik konjonktür, enflasyon, para arzı, nüfus artışı, işsizlik v.b. göstergelerden yararlanılır ve bu göstergelerin ilgili menkul kıymet üzerindeki etkileri araştırılır.

Sektör analizinde ise sektördeki genel gelişme eğilimi, sektörün teşviklerden sektörlerden yararlanma durumu, ürünün talep yapısı v.b. göstergelerden yararlanılarak sektörün ülke ekonomisindeki yeri ve menkul kıymetin ait olduğu kuruluşun sektördeki yeri belirlenir. İlgili kuruluşun satışları, dönem sonundaki karı, verebileceği temettü miktarı, pazar değeri gibi tahminler portföy uzmanının özel bilgi ve deneyimiyle belirlenerek seçim yapılır.(şensoy, 1996:108)

2.3. Portföy Seçimi

Portföy seçimi aşamasında yatırım uzmanı, hangi varlıkların portföye alınacağını ve seçilen varlıkların her birine ne kadar yatırım yapılacağını belirlenir. (Bolak, 1998:163)

Bu karar, portföyün genel yapısını ve bileşimini etkileyen niteliktedir. Böylece portföyün yüzde kaçının sabit faizle menkul kıymetlere ayrılacağı, hisse senetlerinin payının ne olacağı ve portföyün ne kadarının likit tutulacağı belirlenir.

Portföyün genel yapısı ile ilgili bu çalışmadan sonra sıra varlık seçimine gelir. Bu noktada ise her grup için ayrılan fonun daha önceden ilk ayırımı yapılmış varlıkların hangilerine ve ne oranda dağıtılacağı kararlaştırılır. Böylece portföy seçimi tamamlanmış olur.

2.4. Portföy Değerlendirmesi

Değerlendirme sürecinde portföyün zaman içindeki değer değişikliği ve verimi belirlenerek bu durumun yatırımcının amaçları ve yatırım kriterlerine uygunluğu test edilir. (Bolak, 1998:172)

Değerlendirmede gerçek veriler kullanıldığından, sonuçta yatırımın ne derece isabetli yapıldığı görülür ve dolayısıyla portföy bileşiminde nasıl bir değişiklik yapılması gerektiği belirlenir.

Değerlendirme işlemi iki bölümden oluşur. Öncelikle performans ölçüleri hesaplanır ve daha sonra performans karşılaştırılır. Performans ölçümünde portföydeki varlıkların her birinin ayrı ayrı verimleri hesaplanarak toplam verim bulunur ve Pazar ortalamaları ile karşılaştırılarak değerlendirme yapılır.

2.5. Portföy Revizyonu

Portföy yönetim süresince devamlı bir işlem olarak yapılan portföy revizyonu, portföyün genel bileşimi, varlık seçimi ve işlem zamanlamasına ait kararları içermektedir. Buna göre portföy revizyonu özellikle aşağıdaki sorulara çözüm getirmelidir. (Bolak, 1998:179)

Alım-satım gerekmede midir?

Hangi varlıklarda değişiklik ne oranda yapılmalıdır?

Her işlemin tutarı ne olmalıdır?

İşlem ne zaman gerçekleştirilmelidir?

Yapılacak değişiklikler, portföy kuramı doğrultusundaki genel uygulamalarda uyulması arzu edilen risk sınırlaması amacına ulaşılmasını sağlar. Değerlendirme

sonucu portföyde önemsiz değişmeler yapılabileceği gibi radikal değişimlere gidilmesi de gerekebilir. Bu bakımdan yatırım uzmanının portföyde yer alan ve almayan potansiyel yatırım araçlarının genel eğilimini izlemesi ve pazar koşullarında değerlendirmesi gerekmektedir.

3. PORTFÖY ÇEŞİTLERİ

Portföyde yer alabilecek enstrümanlar çeşitlilik göstermektedir. Bir portföy oluşturmak isteyen bireysel yatırımcılar kendi tercihlerine, kumsal yatırımcılar da ağırlıklı olarak müşterilerinin tercihlerine göre bu enstrümanlar arasından bir seçim yapmak durumundadır.

Bir yatırımcının tercihlerini güvence, gelir ve randıman, değer artışı ve likidite olarak sınırlamak mümkündür. (Haydaroğlu, 1993:76). Güvence ve buna bağlı olarak risk, portföy oluşturmada temel unsur olarak ortaya çıkar. Portföyden elde edilecek gelir de, riske paralel olarak artış veya azalış gösterir.

Birçok yatırım aracı göz önüne alınarak bir gözlem yapılırsa, değişik risk seviyelerinde ve değişik karlılık düzeylerinde yüzlerce portföy seti oluşturulabilir. Yapılan bileşimlerden amaç, kabul edilebilecek risk seviyesinde en yüksek getiriye sağlayacak portföyün ya da beklenen getiriye sağlayacak en düşük riskli portföyünün seçilmesidir.

Menkul kıymet olarak tahvil ve hisse senetlerine yöneldiğinde, portföyde sadece tahviller ya da hisse senetleri yer alabilmektedir. Aynı şekilde, hem tahvillerin hem de hisse senetleri yer alabilmektedir. Aynı şekilde, hem tahvillerin hem de hisse senetlerinin değişik oranlarda yer aldığı portföyler de oluşturulabilmektedir. Ayrıca, iki enstrümanın yanına diğer yatırım araçlarının da eklenmesiyle oluşturulan karma portföyler de karşılaşılabilmektedir. (Bolak, 1998:142)

3.1. Tamamı Tahviller ve Tahvil Türevlerinden Oluşan Portföyler

Bu tür portföyler, anaparasının güvenliğini önde tutan yani risk almayı sevmeyen piyasayı izlemekte güçlük çeken tasarruf sahiplerinin tercih ettikleri portföy

çeşididir. Portföy içinde özel sektör ve devlet tahvilleri ile birlikte tahvil türevi yatırım araçları ve hazine bonoları yer almaktadır.

Tahvillerin, dolayısıyla bu enstrümandan oluşan portföylerin taşıdığı en önemli risk, faiz riskidir. Yüksek faiz oranlarında tahvil fiyatları düşerken, düşük faiz oranlarında ise yükselmektedir. Faizlerin dalgalanma gösterdiği ve özellikle yükselme eğiliminde olduğu ortamlarda yatırımcılar faiz riskini minimize etmek için, ellerinde geniş tahvil portföyleri tutmak istememektedirler. (Ceylan, Korkmaz, 1998:129)

Türkiye’de özel sektör tahvil piyasasının yeterince gelişmemiş olması. İç borçlanma amacıyla tahvil piyasasının yeterince gelişmemiş olması. İç borçlanma amacıyla tahvil ihracında bulunan devleti bu piyasada ön plana çıkarmıştır. Piyasaya devlet tarafından sunulan tahvillerin vadesinin kısa ve getirisinin yüksek olması tamamı tahvillerden oluşan portföylerin vadeden kaynaklanan riskini düşürmüştür.

3.2. Tamamı Hisse Senetleri ve Hisse Senedi Türevlerinden Oluşan Portföyler

Yalnızca hisse senetleri ile hisse senedi türevlerinden oluşan portföyleridir. Riski göze alıp, anaparasını hızla artırmak isteyen yatırımcıların tercih ettikleri bir portföy çeşididir.

Hisse senedinden beklenen gelir ile gerçekleşen gelir arasındaki fark risktir ve genellikle riski yüksek olan menkul kıymetlerin getirileri de yüksek olmaktadır. (Sevil, 1991:226). Tamamı hisse senetlerinden oluşan portföylerde, risk de portföyünün gelirindeki oynamalardan oluşmaktadır.

Bir portföyünün tamamını hisse senetlerinden oluşturulabilmesi için, hisse senedi piyasasının, dolayısıyla hisse senetleri fiyat hareketlerinin dikkatli bir şekilde

izlenmesi ve istenildiğini anda alım satım yapabilme özelliğinin olması gerekmektedir. Portföyde bulunan enstrümanlar, değişen konjonktür, hisse senedi ve/veya sektör bazında meydana gelen değişiklikler ve fiyat dalgalanmaları yüzünden yenileriyle değiştirilerek zaman içinde yenilenmelidir.

3.3. Karma Portföyler

Birçok yatırımcı tasarrufları tek bir enstrümana bağlı tutmak istememekte, bu nedenle de sahip olduğu yatırım araçlarını çeşitlendirme yoluna gitmektedir. Riski dağıtma ve ekonomik ortama uyum sağlama isteği, portföylerin tek bir enstrümana bağlı kalmasını engellemekte ve karma portföyleri oluşturmaktadır.

Karma portföyler, hisse senedi ve tahvillerden oluşabileceği gibi, bu iki araca ilave diğer yatırım araçlarını da kapsayabilmektedir.

En çok karşılaşılan portföy tipi, hisse senedi ve tahvillerden meydana gelmektedir. Sermaye belirli oranlarda hisse senedi ve tahvil arasında paylaştırılmaktadır. Şöyle ki, önemli trend değiştirilmelerinde tahvil piyasaları hisse senedi piyasalarına öncülük etmektedir. Tahvil piyasalarındaki gelişme ve yeni trendlerin, hisse senedi piyasalarını ne kadar zaman sonra etkileyeceği belli olmamakla birlikte, karma portföy oluşturan yönetici tahvil piyasasını yakından izlemek zorundadır. (Aybars, 1995:14). Gözlemler sonucu elde edilen veriler yardımıyla da bu tür portföy sahipleri, portföylerini küçük operasyonlarla genel ekonomiye kolayca uydurarak zarar etme riskini minimize edebilmektedir.

4. PORTFÖY OLUŞTURULURKEN KARŞILAŞILAN RİSKLER

Menkul kıymet yatırımlarında yatırımcılar, birtakım beklentilere ve tahminlere dayanarak yatırım kararı verirler. Bu karar doğrultusunda da bir portföy oluştururlar. Oluşturulan portföyün beklenen getirisinin, gerçekleşen getiriden sapma olasılığı ise her zaman vardır ve bu olasılığa risk denmektedir.(Büker, 1996:34)

Yatırım kararlarının alınmasında en önemli faktör yatırım yapılacak finansal aracın beklenen risk düzeyi ve bu riske karşılık beklenen getiri oranı olduğunu Dağlı (2000:342) belirtmektedir. Diğer bir ifade ile, yatırım karalarında risk düzeyi getiri oranının birbiri ile ilişkisi ayrı düşünülemez elementleri oluşturmaktadır.

Yatırımcının yatırım yaptığı alan belirli ise ve beklenen gelir ile gerçekleşen gelir arasında bir farklılık yoksa, yatırımın risksiz olduğu söylenebilir. Bunun yanında, yatırımcının beklediği gelirin gerçekleşen gelirden çok olması durumu ise riskliliği göstermektedir. Genellikle, riski yüksek olan menkul kıymetlerin getirileri de yüksek olmaktadır.

Günümüzde bireysel ve kurumsal düzeydeki yatırımcılar, bir taraftan getirisi az ve akılcı olmayan risklerden kaçınmak durumundayken, bir taraftan da değişmeyen tek şeyin belirsizlik olduğu bir ortamda, fırsatları değerlendirmek zorunda kalmaktadır.

Menkul kıymetlerin getirilerinde dalgalanmalara yol açan ve bireysel yatırımcılar ile portföy oluşturan ve yöneten kuruluşların karşılaştıkları riskleri, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak iki temel grupta toplamak mümkündür.

4.1. Sistematik Risk

Tüm ekonomiyi, finansal piyasaları etkileyen faktörlerden kaynaklanan risk türüdür. (GÜVEN, 1993:25). Sistematik riski oluşturan faktörler, ekonomik, politik ve sosyal çerçevedeki değişikliklerdir. Sermaye piyasasındaki menkul kıymetlerin tümü, farklı farklı oranlarda olmakla birlikte, sistematik riskten aynı doğrultuda etkilenir. Bunun sonucu olarak da, menkul kıymetler arasında çeşitlendirmeye gitmek, sistematik riskin ortadan kaldırılmasına olanak vermektedir.

Sistematik riskin kaynakları faiz oranı riski, enflasyon riski ve Pazar riski olarak üç grupta incelenmektedir.

4.1.1. Faiz Oranı Riski

Faiz oranlarındaki dalgalanmalar sonucu, menkul kıymetlerin değerlerinde ortaya çıkan dalgalanmalara faiz oranı riski denir.

Piyasa faiz oranındaki değişimler, menkul kıymetlerin fiyatlarını ters yönde etkilenmektedir. Yani, faiz oranı yükselirken fiyatlar düşmekte, faiz oranı düşerken fiyatlar yükselmektedir. Faiz oranı değişimleri sabit getirili yatırım araçlarını ve bunların içinde de vadesi uzun olanlarını daha büyük oranda etkilemektedir.(Dağlı, 2000:343)

4.1.2. Enflasyon Riski

Satın alma gücü riski de denilen enflasyon riski, sabit getirili menkul kıymetlerin gelirlerinin ve değerlerinin enflasyon karşısındaki kayıplarından kaynaklanan risktir. Enflasyon oranlarında artış söz konusu olduğunda bağlı olarak enflasyon riski de artmaktadır. (Güven, 1993:9)

4.1.3. Piyasa Riski

Piyasa riski, ekonomik bir nedene dayanmayan daha çok psikolojik etkiler sonucu menkul kıymetlerin beklenen getirilerinin, gerçekleşen getirilerden az olma riskidir.

Piyasa riski, öncelikle hisse senetlerini etkilerken, tahvil ve öteki sabit getirili menkul kıymetler üzerinde daha az etkiye sahiptir. Çünkü bunların gerçek değeri hisse senedi değerinden daha gerçeğe yakın olarak tahmin edilebilmektedir.(Çapanoğlu, 1993:112)

4.2. Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, her işletmenin kendi özellikleri nedeni ile karşılaştığı risk çeşididir. Sistemik risk bir ekonomik yapı içinde yer alan bütün işletmeleri etkilerken, sistemik olmayan risk bir işletmeyi ya da belirli bir sektör içinde yer alan işletmeleri etkilemektedir.(Ertuna, 1991:245)

Sistemik olmayan riskin kaynakları finansal risk, yönetim riski, endüstri riski ve faaliyet riski olarak dört grupta incelenmektedir.

4.2.1. Finansal Risk

Portföy açısından finansal risk, sahip olunan tahvillerin ihracatçısı işletmenin borç ödeme yeterliliğinin azalması riskidir. Aynı şekilde, işletmenin sermaye yapısının bozulması o işletmenin hisse senetlerini satın alan yatırımcılar içinde bir risk unsuru olmaktadır. Finansal risk açısından, sabit getirili menkul kıymetlerle hisse senetleri karşılaştırıldığında, işletme alacaklılarının işletme ortaklarından daha avantajlı olması, hisse senetlerinin riskinin artmasına neden olmaktadır.(Çapanoğlu, 1993:115)

4.2.2. Yönetim Riski

İşletmelerin başarıları büyük ölçüde yönetici kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yapılan araştırmalar, işletme başarısızlıklarının yönetim hatalarından kaynaklandığını ortaya koymuştur. Yönetim hataları, hisse senetlerinin değerini belirleyen değişkenleri büyük ölçüde etkilemektedir.(Bolak, 1994:138)

4.2.3. Endüstri Riski

Bir endüstri içindeki işletmelerin gelirleri bazı ortak güçlerin etkisi ile dalgalanmalar gösterebilir. Bu güçler, sadece belirli endüstrilerdeki işletmeleri etkilemekte diğerlerini etkilememektedir. Bu şekilde ortaya çıkan risklere, endüstri riski adı verilmektedir. Olumsuz gelişmelere açık bir endüstriye ait menkul kıymetlere yatırım yapılırken endüstriden kaynaklanan riski de yüksek olacaktır.(Sevil, 1993:12)

4.2.4. Faaliyet Riski

İşletmelerde faiz yükümlülüğünün yüksekliği, finansal riski artırırken, sabit giderlerin yüksekliği de faaliyet riskini artırmaktadır.(Bolak, 1994:138)

Finansal risk, sahip olunan tahvillerin ihracatçısı firmanın, borç ödeme yeterliliğinin azalması riskidir.

4.3. Risk ve Getiri

Yatırımlardan elde edilen gelirlerin ölçümü son derece önemlidir. Hisse senedi elde bulundurmanın getirisi, çok basit olarak ve bugünkü değerin, satın alma değerine bölünmesi yolu ile bulunur.(Çapanoğlu, 1993:115)

Menkul kıymetlerin getirileri farklı şekilde ortaya çıkar. Hisse senedi getirileri, temettü ve piyasa fiyatındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Portföyde yer alan menkul kıymetlerin elde bulundurma dönemleri farklı olabilir. Bu tip portföyde, belirli bir dönemde ve bileşik olarak yapılabilecek değerlendirme doğru olmayabilir.

Bu nedenle uygulamada bir yıllık elde tutma getirisi hesaplanmaktadır. Getirilerin, belirli bir zaman esasına göre hesaplanması, menkul kıymetin birbiri ile mukayese edilebilmesini de mümkün kılmaktadır.

Menkul kıymetlerin getirilerin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmaktadır.(Çapanoğlu, 1993:116)

$$HPR = \frac{\left[\frac{P_1}{P_0} - 1 \right] \times 365}{n}$$

HPR : Bir yıllık elde tutma getirisi

P1 : Elde tutma dönemi sonundaki yatırım değeri

Po : Elde tutma dönemi başındaki değeri

n : Elde tutulan gün sayısı

Bir menkul kıymetin getirisi, ekonominin ve şirketin durumundaki değişimlere paralel olarak değişimler göstermektedir. Öte yandan, menkul kıymet yatırımlarında da getiri oranları, menkul kıymetin cinsine göre değişiklik göstermektedir. Örneğin Devlet tahvili ile özel sektör tahvillerinden beklenen getiri değişiktir. Devlet

tahvilinden getiri, sağladığı getirilerin kesin olmasından dolayı, risksiz faiz oranı adı ile anılır. Devlet, vade sonunda ana para ve faizi muhakkak ödeyeceği için ortada risk yoktur. Bu suretle sağlanan getiri de, satın alma gücünde meydana gelebilecek azalma riskini taşımaktadır. Bu durumda, gerçek risksiz faiz oranı,

$$\frac{(1 + \text{Nominal risksiz faiz oranı})}{(1 + \text{Enflasyon oranı})} - 1 \quad \text{formülüne göre hesaplanmalıdır.}$$

Burada bireysel mali yatırımcı, devletin çıkarttığı borç senetlerinin dışında tahvillere yapacağı yatırım için, risksiz faiz oranının üzerinde bir getiri beklemektedir. Yatırımcının elde etmeyi arzuladığı getiri, riskin büyüklüğüne bağlı olarak belirlenmektedir. Şöyle ki, özel sektör tahviline yatırım yapan yatırımcı, vadesinde tahsil edememe riskini de birlikte taşımaktadır.(Karaşin, 1986:149)

5.- GELENEKSEL PORTFÖY YÖNETİMİ

Menkul kıymetler kendilerine özgü risk, getiri v.d. özelliklere sahiptir. (Karaşin 1987:115) ideal bir menkul kıymet yatırımının özelliklerini şöyle sıralamaktadır.

- Likidite,
- Ana paranın güvenliği,
- Gelirin istikrarlı olması,
- Değer artış potansiyeli,
- Vergiden muaf gelir,
- Yönetimin kolay olması,
- Yatırımcının amacına uygun vade tarihi,
- Miktarının piyasanın alım/satım birimleri büyüklüğünde olması,
- Teminat olarak değer taşıması.

Menkul kıymet portföyleri ya da menkul kıymet bileşimleri menkul kıymetlerin tek başına sahip oldukları özellikleri her zaman taşımamaktadırlar.

Günümüze kadar sermaye piyasasında portföylerin başarılı olarak seçimi yönetimini amaçlayan iki temel yaklaşım geliştirilmiştir. Geleneksel ya da klasik portföy yönetimi ve modern portföy teorisidir (MPT). 1950'lerden itibaren geliştirilen MPT matematik-istatistik modellerinin anlaşılmasını gerektirdiğinden yatırımcılar ve aracı kurumlar arasında kullanımı sınırlı kalmış, geleneksel yöntemler ise bilimsel bir dayanaklarının olmaması nedeniyle eleştirilmişlerdir. Hangi yaklaşım uygulanırsa uygulansın uzun dönemde başarılı sonuçlar alınabilmesi ancak yatırımcının içinde faaliyet gösterdiği ekonomik ve endüstriyel çerçevenin sürekli incelenmesi ve sürekli portföy analizi ile mümkün olabilmektedir.(Karaşin, 1986:120, Markowitz,, 1976:150-163)

Geleneksel portföy analizinde riskin birden fazla menkul kıymete dağıtılması amaçlanmaktadır. Riskin bu şekilde dağıtılmasına yalın çeşitlendirme denilmektedir ve yalın çeşitlendirme “bütün yumurtaları bir sepete koymamak” ifadesiyle açıklanmaktadır.

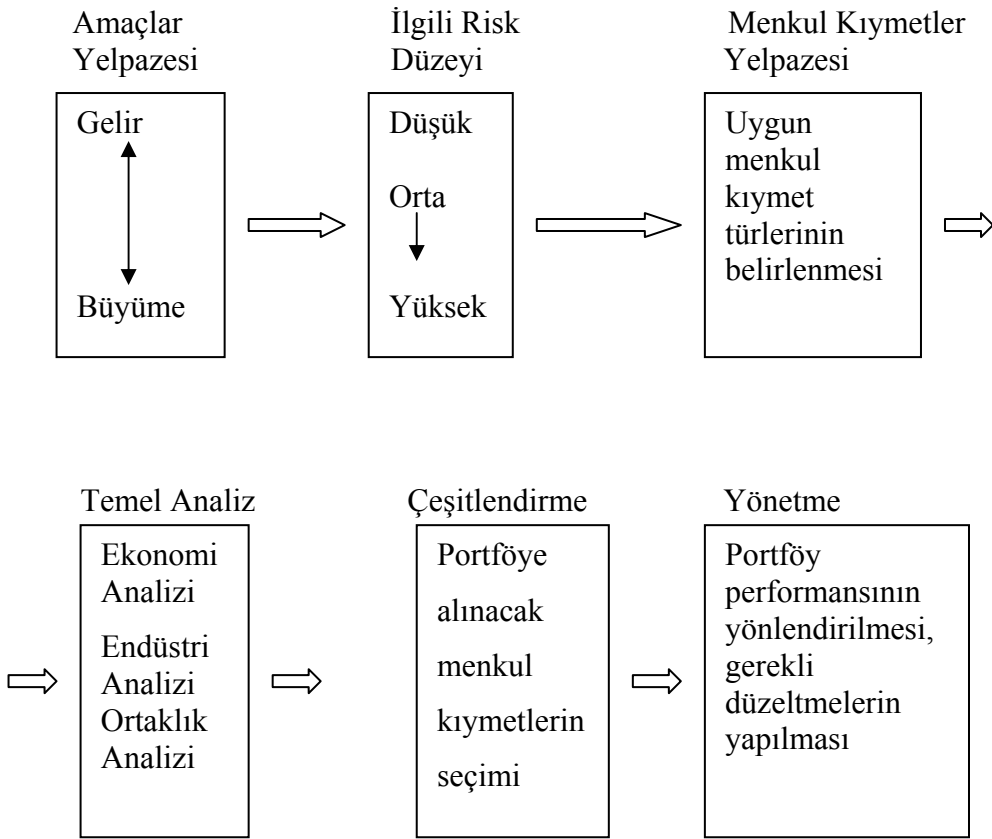
Yani geleneksel portföy analizinde 20 menkul kıymetten oluşan bir portföy 2 menkul kıymetten oluşan bir portföye göre 10 defa daha iyi çeşitlendirilmiş olarak algılanmaktadır. Menkul kıymetlerin getirilerinin arasındaki ilişki ise dikkate alınmamaktadır.

Geleneksel portföy analizinde menkul kıymetlerin birbirleriyle ilgisi olmayan endüstrilerin seçilmesiyle iyi bir çeşitlendirme yapılabileceğine inanılmaktadır. Bir ortaklık yada bir endüstriye ait menkul kıymetlere, tahvil portföylerinde ise aynı vadeye sahip tahvillere portföy içinde aşırı ağırlık verilmemesi gerektiğine, yalın çeşitlendirilmiş bir portföyde menkul kıymet sayısının 10-15’e çıkarılmasıyla portföy riskinin büyük ölçüde düşerek piyasadaki sistematik risk düzeyine yaklaşılacağına inanılmaktadır.(Karaşin, 1987:116)

Aşırı çeşitlendirmenin sakıncaları ise şöyle sıralanmaktadır:

- Satın alınacak menkul kıymetler araştırılırken taşıdığı riske katlanılması için gerekli getiriye sağlamayan menkul kıymetlerin de satın alınabilmesi,
- Değişik ortaklıklara ait çok sayıda menkul kıymeti içeren bir portföyün iyi bir şekilde yönetilmesinin güçlüğü,
- Çok sayıda menkul kıymetle ilgili araştırma yapma maliyetinin yüksek olması,
- Yüksek değişim gideri: portföye dahil edilen menkul kıymet sayısının artmasıyla, aynı menkul kıymetin alınan yada satılan azaldıkça değişim giderlerinin toplam maliyet içindeki payının artması

Menkul kıymet portföylerinin yönetiminde geleneksel yaklaşım ; yatırımcının amacının belirlenmesi (yatırımcının amacı: sabit ve istikrarlı gelir elde etme, sermayesini koruma, gelecekte yüksek sermaye kazancı elde etme vb. olabilmektedir), portföye alınacak menkul kıymetlerin seçilmesi ve portföyü yönetmek ve örneğin yatırım amaçlarındaki değişme üzerine gerekli düzeltmeleri yapmayı kapsamaktadır.



Şekil 1 Geleneksel Portföy Yönetim Süreci

6.- MODERN PORTFÖY TEORİSİ

MPT, yatırım kararı sürecine “eski okul”dan hareketle başlamaktadır. En önemli değişiklik ise menkul kıymet yatırımlarının tek tek ele alınması yerine tümünün bir arada, uygun seçilmiş bir portföy içinde düşünülmesidir.

Pekçok portföy yöneticisi bazı menkul kıymetlerin yada menkul kıymet gruplarının aynı yada ters yönde hareket ettiklerinin farkına varmışlardır. Ancak farkında olmanın ötesinde bu iç ilişkileri ölçen tekniklerin geliştirilmesi MPT’nin babası olarak bilinen Harry Markowitz’e kadar mümkün olmamıştır. Markowitz, bir yatırım portföyünü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkilerin araştırılması ve getirileri arasında tam pozitif korelasyon bulunmayan menkul kıymetlerin bir portföyde toplanması ile beklenen getiride bir düşme olmaksızın sistematik olmayan riskin azaltılabileceğini öne sürmüştür.(Karaşin, 1986:120 den Hagin, 1981:17-18)

6.1.- Modern Portföy Teorisinde Temel Varsayımlar

MPT piyasada bilgilerin nasıl değerlendirildiğini, yatırımcıların nasıl davrandığını, yatırımcıların davranışlarının fiyat oluşumlarını nasıl etkilediği, ve bu ilişkilerin nasıl sayısallaştırılabileceğiyle uğraşan bir dizi teorik yapıya sahiptir.(Işıklı, 1995:106’dan Reilly, 1992:559)

a) MPT sermaye piyasasının oldukça etkin olduğunu varsayar. Burada etkinlik menkul kıymet fiyatlarını etkileyen bütün bilgilerin süratle, tamamen ve doğru olarak menkul kıymet fiyatlarına yansıtacağı yani herhangi bir anda piyasanın dengede olacağı anlamındadır.

b) Bütün yatırımcılar, her dönemde beklenen faydalarını maksimumlaştırmayı amaçlar ve refahları azalan marjinal faydaya sahiptir. Yani yatırımcılar her yatırımı, belli bir elde tutma dönemi sonunda nihai refahlarına katkıda bulunacak, olasılık dağılımına sahip getirileriyle algırlar.

c) Yatırımcıların risk tahminleri beklenen getirideki değişmeyle orantılıdır.

d) Yatırımcılar, yatırım kararlarını yalnızca beklenen getiri ve riske göre alırlar. Yani fayda (U), beklenen getirinin (ER) ve getirideki değişimin (S) bir fonksiyonudur.: $U=f(ER,S)$

6.2. Markowitz Modelinde Temel Kavramlar

Markowitz modelini açıklamakta kullanılacak olan semboller ve tanımları aşağıda verilmektedir⊗Karaşın, 1986:120'den markowitz, 1976:150-163)

ERp	:Portföyün beklenen getirisi
Xi	:i'inci menkul kıymetin portföy içinde payı
ERi	:i'inci menkul kıymetin beklenen getirisi
N	:Menkul kıymet sayısı
n	:Zaman dönemi sayısı
Covij	:i ve j menkul kıymetlerinin getirilerinin kovaryansı
Rij	:i ve j menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki korelasyon
S ² p	:Portföyün getirilerinin varyansı
S ² i	:i'inci menkul kıymetin getirilerinin varyansı

Markowitz yaklaşımının temel kavramları ise şunlardır:

a) Portföyün beklenen getirisi:

$$ER_p = \sum_{i=1}^N x_i \cdot ER_i$$

b) İki menkul kıymetin getirilerinin kovaryansı

$$Cov_{ij} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \left[(ER_{it} - ER_i) (ER_{jt} - ER_j) \right]$$

Pozitif kovaryans iki menkul kıymetin aynı yöndeki, negatif kovaryans ise ters yöndeki hareketlerinin göstergesidir.

c) İki menkul kıymetin getirileri arasındaki korelasyon

Bilindiği gibi korelasyon katsayısı iki değişken arasındaki istatistiksel ilişkiyi gösterir ve kovaryansın, iki değişkenin (i ve j menkul kıymetlerinin getirileri) standard sapmalarının çarpımına bölünmesiyle elde edilir.

$$R_{ij} = \frac{Cov_{ij}}{S_i \cdot S_j} \quad \text{ya da} \quad Cov_{ij} = R_{ij} S_i S_j$$

d) Portföyün getirilerinin varyansı

Portföy varyansı şöyle tanımlanmıştır;

$$S_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j Cov_{ij} = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j R_{ij} S_i S_j$$

Burada ; “N” portföye alınan menkul kıymet sayısıdır ve çift toplama işareti N^2 sayıda terimin toplanacağını ifade etmektedir.

6.3.- İki Menkul Kıymetten Oluşan Bir Portföyde Çeşitlendirme İle Riskin Azaltılması Koşulları

Genel olarak portföy riski;

- a) Menkul kıymetlere tahsis edilen kaynaklar arasındaki oranlara,
- b) Menkul kıymetlerin getirilerinin standard sapmalarına ,
- c) Menkul kıymetlerin getirileri arasındaki kovaryanslara karşı duyarlıdır.

İki menkul kıymetten oluşan bir portföyde riskin azaltılması koşullarını bir örnekten yararlanarak şöyle açıklanabilmektedir;

Aşağıda risk ve getiri özellikleri verilen A ve B hisse senetlerinden 2/3 ve 1/3 oranlarında satın almakla kurulan portföyün getirisinin ve riskinin hesaplanması:

	<u>A Hisse Senedi .</u>	<u>B Hisse Senedi ,</u>
Portföy içindeki payı	2/3	1/3
Olası getiriler (%)	7 yada 11	13 yada 5
Olasılıklar	0,5, 0,5	0,5, 0,5
Beklenen getiri (%)	9	9
Varyans	4	16
Standard sapma	2	4

$$ER_p = (2/3) (9) + (1/3) (9) = 9$$

$$Cov_{ab} = \frac{1}{2} [(7-9) (13-9) + (11-9) (5-9)] = \frac{1}{2} [(-8) + (8)] = \frac{-16}{2} = -8$$

$$R_{ab} = -8 / (2 \cdot 4) = -1$$

$$S_p^2 = (2/3)^2 2^2 + (1/3)^2 4^2 + 2(2/3)(1/3)(-8) = 0$$

$$S_p = 0$$

Bu noktada şu çıkarımlar yapılabilir:

a) Eğer $R_{ab} = -1$ ve $X_a = S_b / (S_a + S_b)$ ise portföy riski çeşitlendirme ile tamamen ortadan kalkar.

Yukarıdaki örnekte;

$$X_a = S_b / (S_a + S_b) = 4 / (2 + 4) = 2/3 \text{ dür}$$

b) Eğer $R_{ab} = 0$ ise;

$$S_p^2 = X_a^2 S_a^2 + X_b^2 S_b^2 + 2X_a X_b (R_{ab} S_a S_b)$$

Eşitliğinde 3. terim sıfır olur.

c) Eğer $R_{ab} = +1$ ise pozitif tam korelasyon vardır. Çeşitlendirme ile riskin azaltılması mümkün değildir. Portföy riski iki hisse senedinin tek tek riskleriyle portföy ağırlıklarının çarpımına eşit olacaktır.

Yukarıdaki örnekte eğer $R_{ab} = +1$ olsaydı;

$$S_p = (2/3)(2) + (1/3)(4) = \%2,658 \text{ olacaktı.}$$

Sonuç olarak, diğer her şey aynı iken korelasyon katsayısı büyüdükçe portföy riskinin de artacağı söylenecektir.

d) Hisse senetlerinin portföy içindeki paylarının değiştirilmesi:

Yukarıdaki örnekte A ve B hisse senetlerinin risk ve getiri özellikleri aynı iken portföy içindeki paylarının değiştirilmesinin portföyün riskini nasıl etkileyeceği aşağıda gösterilmiştir.

<u>Portföy Payları</u>		
<u>A Hisse Senedi .</u>	<u>B Hisse Senedi .</u>	<u>Portföyün Standard Sapması</u>
100	0	$2.0 = S_a$
80	20	0,8
66	34	0,0
20	80	2,8
0	100	$4.0 = B_b$

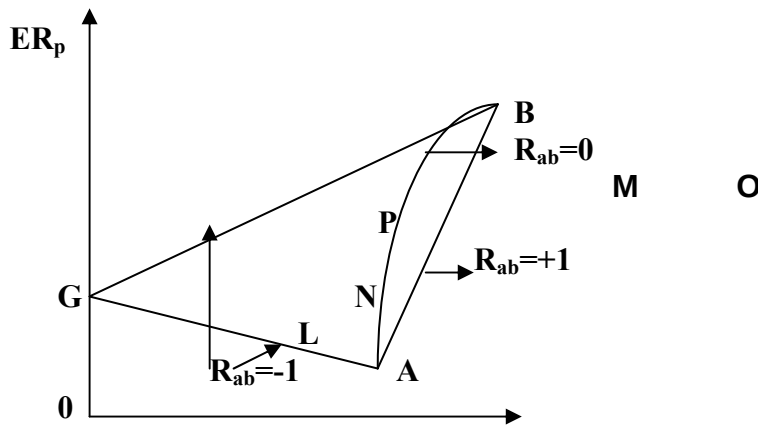
Portföy ağırlıklarını dengelemekle riskin azaltılabileceği açıkça görülmektedir.

Genellikle, iki menkul kıymetin getirileri arasındaki korelasyon katsayısının, küçük standard sapmasının büyük standard sapmaya oranından küçük olduğu zamanlarda iki hisse senedinin bileşiminin standard sapması (portföy riski) her bir hisse senedinin standard sapmasından (riskinden) küçüktür.

$R_{ab} < (S_a/S_b)$ koşulu örnek de $-1 < (2/4)$ ile sağlanmaktadır.

6.4.- Markowitz Çeşitlendirmesinin Grafikle Gösterilmesi

İki hisse senedi arasındaki korelasyonun -1 'den $+1$ 'e kadar değiştiği durumlar şekil 22 de gösterilmektedir.



A ve B noktaları portföyün tamamen A yada B hisse senetlerinden oluşması durumlarını göstermektedir. AB doğrusu üzerindeki noktalar iki hisse senedinin portföy içindeki değişik bileşimlerini göstermektedir. $R_{ab}=+1$ olan doğru parçası aralarında tam pozitif korelasyon bulunan menkul kıymetlerden oluşan portföyde riskin düşürülemeyeceğini ifade eder. $R_{ab}=0$ bir hiperboldür ve değişik bileşimlerde portföyün riskinin ve getirisinin farklı olacağı anlamını taşır. $R_{ab}=-1$, menkul kıymetlerin getirileri arasındaki tam negatif korelasyon olduğunda portföy riskinin sıfıra düşebileceğini (G noktası) ifade eder. M portföyü ise L portföyü ile aynı riski taşımasına karşılık ondan daha yüksek getiri sağlamaktadır. Markowitz bu noktada etkin portföyleri şöyle tanımlamaktadır. (Karaşin, 1986:126'dan Mankowitz, 1976:150-156)

- a) Belli bir getiri düzeyinde en düşük riske sahip , yada
- b) Belli bir risk düzeyinde en yüksek getiriye sahip portföyler etkin portföylerdir.

6.5.- Üç Menkul Kıymetten Oluşan Bir Portföyde Risk ve Getiri

Üç hisse senedinden oluşan portföyle ilgili olarak aşağıdaki bilgiler toplanmıştır. Bu bilgiler dahilinde portföyün beklenen getirisinin ve riskinin hesaplanması;

	<u>1. Hisse Senedi</u>	<u>2. Hisse Senedi</u>	<u>3. Hisse Senedi</u>
Portföy içindeki payı	0,2	0,4	0,4
Beklenen Getirisi (%)	30	35	25
Standard Sapması	10	15	5

Korelasyon Katsayıları:

$$R_{1.2}=0,3 \quad R_{2.3}=0,4 \quad R_{1.3}=0,5$$

$$ER_p = (0,2)(30) + (0,4)(35) + (0,4)(25) = 30$$

$$S_p^2 = X_1^2 S_1^2 + X_2^2 S_2^2 + X_3^2 S_3^2 + 2X_1 X_2 R_{1.2} S_1 S_2 + 2X_2 X_3 R_{2.3} S_2 S_3 + 2X_1 X_3 R_{1.3} S_1 S_3$$

$$S_p^2 = (0,2)^2(10)^2 + (0,4)^2(15)^2 + (0,4)^2(5)^2 + 2(0,2)(0,4)(0,3)(10)(15) + 2(0,4)(0,4)(0,4)(15)(5) + 2(0,2)(0,4)(0,5)(10)(5)$$

$$S_p^2=8,05$$

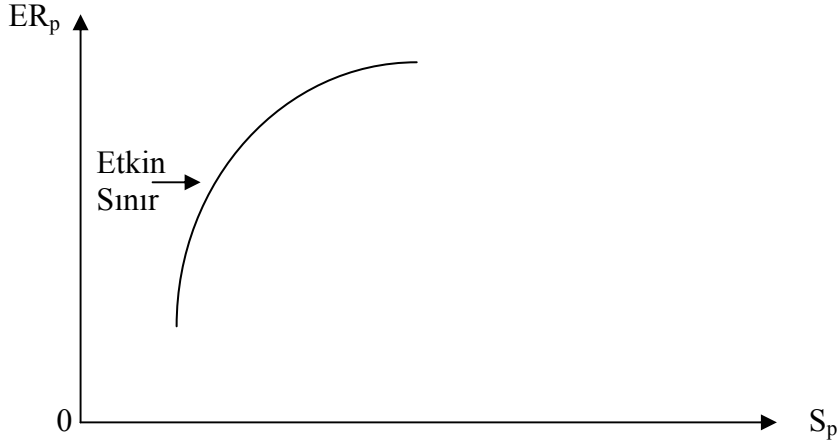
Bu portföy, muhtemel hisse senedi bileşimlerinden yalnızca bir tanesidir ve değişik hisse senedi bileşimlerine göre farklı getiri ve riske sahip çok portföy elde etmek mümkündür.

6.6.- N Sayıda Menkul Kıymet ve Etkin Sınır

Markowitz yaklaşımında, en uygun portföyü seçebilmek için portföye alınan her menkul kıymetin beklenen getirisi ve riskinden başka, tüm menkul kıymetler arasındaki korelasyonların ve tüm olası menkul kıymet bileşimlerinin hesaplanması gerekmektedir. N sayıda menkul kıymet bulunan bir piyasada menkul kıymetlere değişik ağırlıklar vermekle sınırsız sayıda portföy oluşturulabilmektedir.

Markowitz, yalnızca değişik risk ve getiri düzeylerindeki etkin portföyleri birleştiren eğriyi etkin sınır olarak tanımlamıştır. Çeşitlendirme ile riskin azaltılabilmesi nedeniyle portföyler tek tek menkul kıymetlere üstün olduklarından, etkin sınır üzerinde yalnızca portföyler yer alır. Bu durumun tek istisnası en yüksek getiriye sahip olan portföyün tek bir menkul kıymetten oluşabilmesidir.(Karaşın, 1986:128)

Menkul kıymetlerin aralarındaki korelasyon katsayısı -1 'le $+1$ arasında değiştiğinden etkin sınır beklenen getiri eksenine dışbükeydir. Yalnızca getiriler arasında tam pozitif korelasyon bulunan menkul kıymetler risk ve getirinin doğrusal bileşimini oluşturabilirler.



Şekil-3 : Etkin Sınır

Etkin sınır, borç alma ve borç vermenin dikkate alınmaması halinde beklenen getiri eksenine dışbükey bir eğridir. Ancak; borç alma ve borç verme olanakları analize dahil edilirse; yatırım fırsatlarının doğrusal bir seti, Sermaye Piyasası Doğrusu elde edilir.

Teorik olarak etkin sınır, sınırsız sayıdaki portföyün risk ve getiri uzayında işaretlenmesiyle elde edilir. Markowitz ise bu uzun ve gereksiz yöntemin yerine etkin sınır üzerindeki noktaları veren bir karesel programlama tekniği geliştirmiştir.

6.7.- Portföy Seçiminde Beta (b)'nin Önemi

Aktif portföy yönetimi teorisi ve piyasa zamanlaması konuları finans finans literatüründe oldukça ilgi çeken konular halini almaktadır. İlk gerçekleştirilen performans ölçüm teknikleri portföylerin sabit bir strateji ile yönetildiği ve sabit beta katsayısına sahip olduğu varsayımına dayanmaktaydı. Fakat daha sonra yapılan çalışmalar portföylerin piyasa trendlerine göre risk tercihlerini değiştirebildikleri ve değişiklik neticesinde portföylerin beta katsayılarının sabit değil değişken olduğunu savunmuşlardır(ALP:2002:79).

Değişik menkul kıymetlerin bir portföyde toplanmasıyla portföyün sistematik olmayan riskinin sıfıra düşürülebilmesi mümkündür. Sistematik risk ise ekonomi genelinde belirlendiğinden portföyün dengelenmesiyle ortadan kaldırılması mümkün değildir.

Sharpe Modeli'nde bir menkul kıymetin portföyün getirisine ve sistematik riskine katkısı bu menkul kıymetin beta kat sayısı (b_p), tek tek menkul kıymetlerin beta katsayılarının ağırlıklı ortalaması olarak tanımlandığından; portföyün beta katsayısıyla ilgili olarak şu gözlemlere yer verilebilir:

a) Eğer $b_p > 1$ ise portföyün getirisinde, piyasanın getirisindeki değişme ile aynı yönde ve ondan daha büyük bir değişme olacaktır,

b) Eğer $+1 > b_p > -1$ ise portföyün getirisinde, piyasanın getirisindeki değişmeden daha küçük bir değişme olacaktır,

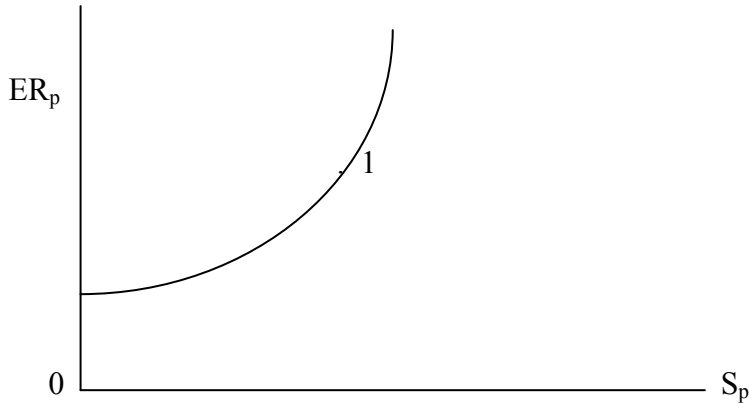
c) Eğer $b_p < -1$ ise portföyün getirisinde, piyasanın getirisindeki değişmeyle ters yönlü ve ondan daha büyük bir değişme olacaktır.

Piyasadaki değişmeye ilişkin beklentiler paralelinde, menkul kıymet seçiminde de beta katsayısından yararlanılması önerilmektedir. Eğer gelecek dönem piyasada bir yükselme bekleniyorsa, en yüksek beta değerlerini taşıyan menkul kıymetler, piyasada bir düşme bekleniyorsa en küçük beta değerlerini taşıyan menkul kıymetler seçilmelidir.

7 – YATIRIMCILARIN TERCİHLERİ FARSIZLIK EĞRİLERİ VE PORTFÖY SEÇİMİ

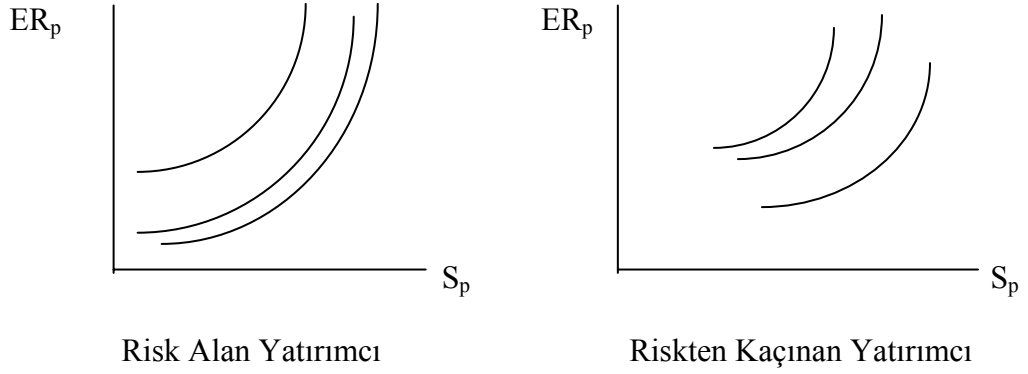
Esasen, yatırım analisti bir yatırımcı için en uygun portföyü seçemez, ancak bazı olasılıkları reddederek tüm etkin portföyleri belirleyebilir.

En uygun portföyün seçilebilmesi için ise yatırımcının tercihlerinin bilinmesi gereklidir. Fayda (U) kavramı, değişik tüketicilerin farklı istekleri olduğuna ve değişik şekillerde bireysel tatmin elde edebildiğine dayanır. Tipik bir yatırımcının farksızlık eğrisi aşağıda gösterilmiştir.(Dağlı, 2000:361)



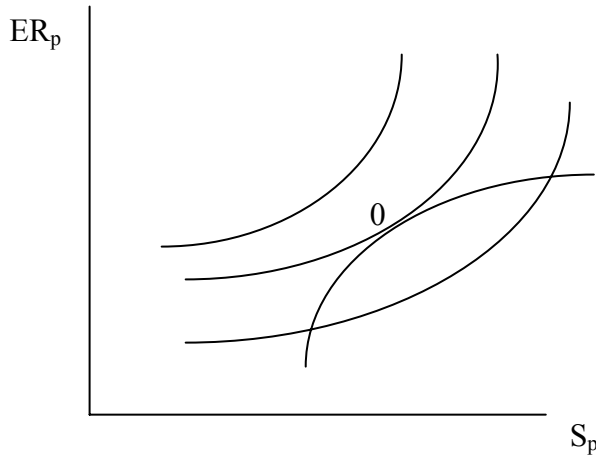
Şekil 4 Farksızlık eğrisi

Bu farksızlık eğrisi, yatırımcının “1” portföyü ile arasında tercih yapamadığı , kayıtsız olduğu diğer tüm portföyleri temsil etmektedir. Aynı yatırımcının değişik koşullardaki davranış biçimlerini ise; yatırımcıya değişik getiri – risk bileşimlerinde eşit tatmin sağlayan noktaları birleştiren çok sayıda birbirine paralel farsızlık eğrileri ile belirlenebilir. Her yatırımcının fayda fonksiyonu ve dolayısıyla tüm farksızlık eğrilerini birleştiren farksızlık paftası birbirinden farklıdır.



Şekil 5 Değişik yatırımcıların Farksızlık Eğrileri

Risk alan yatırımcı getirideki küçük bir artış için riskteki büyük bir artışa katlanabilmekte, riskten kaçınan yatırımcı ise riskteki küçük bir artış için getiride büyük bir artış arzulamaktadır. Bir yatırımcı için en uygun portföy etkin sınırın farksızlık eğrisine teğet olduğu noktadadır.(Ertuna, 1991:271)



Şekil 6 En Uygun Portföy

Etkin sınır üzerindeki bütün noktaların etkin portföyleri ifade etmesine rağmen, yalnızca “0” noktası portföy, yatırımcıya en yüksek faydayı sağlamaktadır.

Sonuç olarak, analistin etkin sınırı belirlemesinden sonra, yatırımcının kendi tercihini yaparak, etkin sınır üzerinde bulunmak istediği noktayı söylemelidir.

8.- PORTFÖY ANALİZİ İÇİN GEREKLİ GİRDİLERİN OLUŞTURULMASI

Portföy analizi tek dönemli bir analiz olduğundan, yalnızca gelecek dönem için etkin portföyler setinin belirlenmesi söz konusudur. Markowitz Modeli'nde her bir menkul kıymet için;(Markowitz, 1976:162)

- a) Elde tutma için beklenen getiri,
- b) Getirinin standard sapması yada varyansı,
- c) Her menkul kıymet çifti için kovaryansın hesaplanması gereklidir.

Sharpe modeli'nde ise;

- a) Menkul kıymetlerin karakteristik doğruları,
- b) hata terimleri karesi,
- c) Piyasa indeksinin beklenen getirisi ve varyansı hesaplanacaktır.

Portföy analizi için gerekli istatistiksel girdilerin oluşturulmasında başlıca yaklaşımlar şunlardır:

- a) Geçmişe ait bilgileri tablolaştırıp, aynen alarak yada üzerinde düzeltmeler yaparak geleceğe ait tahminlerde bulunmak,
- b) Geleceğin ekonomik, politik, sosyal olaylarına ilişkin olasılık dağılımları oluşturmakla tahmin.

8.1.- Geçmişe Ait Bilgilerin Toplanması ve Düzenlenmesi

Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde, yatırımcı hizmeti veren kuruluşlar ve mali basın portföy analizi için gerekli veri girdilerini yayınlamaktadır. Bu tür yayınların bulunmadığı durumlarda ise yatırımcı/analist veri girdilerini aşağıda verilene benzer tablolar yardımıyla kendisi hazırlamak zorunda kalmaktadırlar. (Dağlı, 2000:389)

Tablo ---I : Hisse Senedi Bilgi Düzenleme Formu

Ortaklığın Adı: _____ Araştırmayı Yapan: _____
Menkul Kıymet Türü: _____ Veri Kaynağı : _____
Endüstri Dalı : _____

3 Aylık Dönem	Başlangıç Piyasa Fi.	Ödenen Temettü	Hisse Başına Net Kar	Getiri Oranı(1)	H.B.N.K. daki Bü.(2)
2000/1					
2000/2					
2000/3					
2000/4					
2001/1					
2001/2					
...					
...					
...					
...					

Getiri Oranlarının Varyansı _____ Standard Sapması _____
Ortalama Getiri Oranı _____

$$(1) rt = (Fiyatt - fiyatt - 1 + Temettü) / Fiyatt - 1$$

$$(2) gt = (HBNKt - HBNKt - 1) / HBNK_{t-1}$$

8.2.- Geleceğe Ait Olasılık Dağılımlarının Oluşturulması:

Getiri, risk ve kovaryans istatistiklerinin tahmin edilmesinde bir diğer yaklaşım, her menkul kıymet için bütün muhtemel ekonomik koşulların dikkate alınmasıyla getirilerin olasılık dağılımlarının çıkarılmasıdır.(karaşin, 1986:139'dan Edesess, 1980:10-15)

Ekonomik Koşullar

Olasılık

Tahmini Getiri

Patlama

Yavaş Büyüme

Sıfır Büyüme

Daralma

1,0

Menkul kıymetlerin beklenen getiri ve risklerini; geleceğin ekonomik, politik, sosyal, teknolojik olayları hakkında senaryolar yazarak tahmin, geleceğe ait olasılık dağılımlarının çıkarılmasında daha kapsamlı bir yaklaşımdır. Senaryo tahmini, hem analitik güçlük hem de dışa kondurmacı yöntemlerde bulunmayan belirli bir zaman ufkuna sahip olma özelliklerini taşır.

Her senaryo birbirini izleyen bir dizi olaydan oluşur. Bir örgüt içinde senaryo oluşturulmasına ilişkin birkaç metodoloji aşağıda verilmiştir.(Karaşin, 1986:140)

a) 3-5 kişiden bir grup oluşturulur. Herkes kendine düşen senaryoyu alt senaryolarıyla birlikte yazar. Senaryolar daha sonra grup tarafından okunur, tartışılır ve yeniden üzerinde çalışılır.

b) Herkesten geleceğin olaylarını içeren “salkımlar” oluşturulması istenir. Sonra 1-2 kişi yada grup bu parçaları senaryolar halinde bir araya getirir.

c) Senaryolar dış kaynaklardan sağlanır, grup tarafından tartışılır, bazıları çıkarılır, bazıları yeniden yazılır.

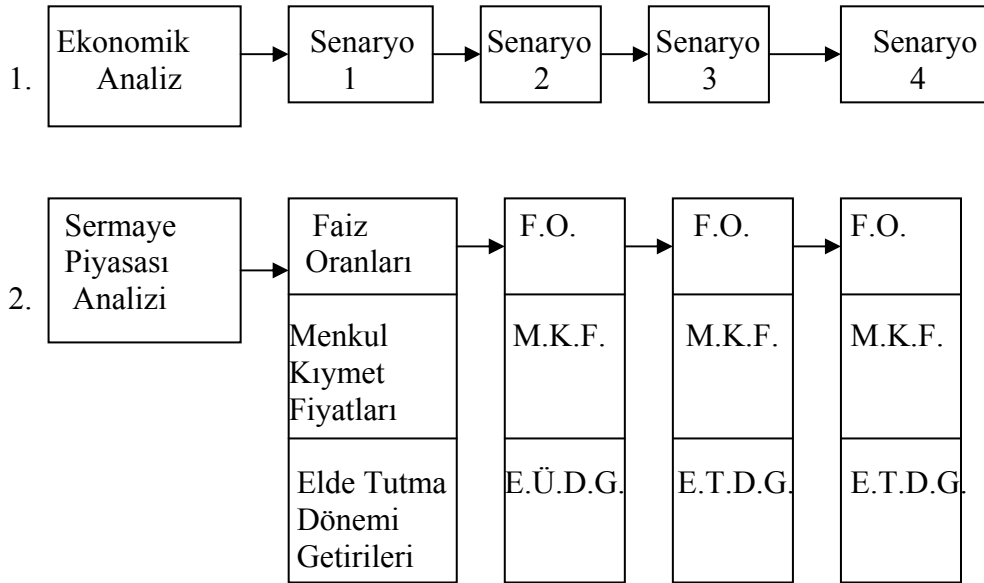
Senaryolardan karar vermede yararlanabilmesi için onlara olasılıklar vermek gerekmektedir:

a) Birkaç kişiden, birbirinden bağımsız olarak, asıl senaryolara, başkalarından da alt senaryolara olasılıklar vermeleri istenir.

b) Grup tartışması yapılarak verilen olasılıklar hakkında fikir birliği sağlanır.

c) Her senaryonun ve alt senaryonun sermaye piyasasını nasıl etkileyeceği tahmin edilir. Her senaryo altında piyasanın genel getirisi tahmin edilebileceği gibi tek tek menkul kıymetlere yada portföylere ilişkin tahmin de yapılabilir.

Sonuç olarak, yatırımcıların bileşik olasılık dağılımı ve beklenen getiri, varyans vd. istatistikler elde edilir. Senaryo tahmini süreci, aşağıda şekil üzerinde gösterilmiştir.



ŞEKİL 7 Senaryo Tahmin Süreci

9. PORTFÖY PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Portföy yönetiminde, analist portföy yöneticisine gerekli bilgileri sunar ve portföy yöneticisi de seçimini yapar.

Yatırımcıyla analistin işbirliği yaptığı bu sürecin son aşaması portföy performansının sürekli olarak ölçülmesidir. Çünkü yatırımcı seçtiği portföyün hem mutlak performansını, hem de diğer portföylerle karşılaştırmalı performansını görmek ister.

Portföy performansını ölçmenin en basit yolu, portföyün performansını rastgele seçilmiş bir portföyün yada piyasanın performansı ile karşılaştırmaktır.(karaşin, 1986:141)

$$ETDG_{pt} = \frac{PD_t}{PD_{t-1}}$$

Burada :

$ETDG_p$ = portföyün elde tutma dönemi getirisi

PD_{t-1} = Dönem başı portföy değeri (yatırım tutarı)

PD_t = Dönem sonu portföy değeri (Elde tutulan menkul kıymetlerin piyasa değerini, alınan temettü ve faizleri ve dönem içinde satılıp da yeni-yatırıma dönüştürülmeyen menkul kıymet bedellerini kapsar.)

$$ETDG_{piy} = \frac{I_t + T_t + F_t}{I_{t-1}}$$

Burada;

$ETDG_{piy}$ = Piyasa portföyünün elde tutma dönemi getirisi

$\dot{I}_{t-1}$ = Piyasa indeksinin dönem başı değeri

$\dot{I}_t$ = Piyasa indeksinin dönem sonu değeri

T_t, F_t = t döneminde ödenen temettü ve faizlerin indeksi

Bu türde bir karşılaştırma, elde tutma döneminin kısa olduğu yada portföy değerinde büyük artma yada azalma olmadığı zamanlarda yararlı olabilir. Ancak, portföylerin risk ve getirilerini bir arada dikkate alan bileşik ölçütler teorik üstünlük taşımaktadırlar.

11.- HİSSE SENEDİ YATIRIMINDA BAZI ÖNEMLİ KURALLAR

Hisse senedine yatırım yapıldığında karşılaşılan risk tahvillere yapılan yatırımların riskine göre daha fazladır. Zira tahvile yatırım yapılırken akla gelen tek ayırıcı durum faiz oranı iken, hisse senedinde yapılan sektör seçimi, alma zamanı, satma zamanı, diğer kişilerin spekülâtif hareketler gibi çok sayıda ayırıcı neden vardır. Bu sebeple bu çalışmada bu konuyla ilgili sadece hisse senedi için bazı kurallar sıralanacaktır.

Yüzyılı aşkın bir borsa deneyimine sahip olan Amerika’da yapılan araştırmalar spekülâtörlerin başarı oranının çok düşük olduğunu ve ancak %25’nin büyük başarılar elde ettiğini ortaya koymuştur. Ancak, başarısı devamlı olan spekülâtörlerin bazı ortak noktalarının varlığı ortaya çıkmış ve bunlar 25 kural olarak aşağıda belirtilmiştir. (Sarı, 1999:211-214)

1. Riskinizi önceden sınırlayın. Böylece spekülasyona ayıracağınız parayı kaybedebileceğinizi kabul edin.

2. Kendi kendinizi tanıyın. Ne denli risk üstlenebileceğinizi ve açık pozisyona ne kadar tahammül edebileceğinizi iyice tartın.

3. Küçük başlayın. İlk başta kağıt üzerinde alım satım yaparak işe başlayın. Borsa tecrübeniz yoksa ilk alışlarınızı küçük miktarda ve fazla hareketli olmayan hisselerde yapın ve yoğun hareket gözlediğiniz hisseleri takip ederek alım satım zamanlamasını öğrenin.

4. Ara verin. Her gün yapılan alım satımlar yanlış karar vermenize neden olabilir. Bu nedenle kararlarınızda isabetsizlik başladığında tatile çıkarak dinlenin. Tatil sonrası vereceğiniz kararlar daha sağlıklı olacaktır.

5. Seans içinde karar vermeyin. Kararların seans içi hareketlerden etkilenmeden verilmesi başarıyı artırmaktadır. Aksi takdirde incelenmeden yapılan bir hareket genellikle zararlı sonuçlanabilir.

6. Çoğunluğa uymayın. Herkesin bildiği fikirlerden ve haberlerden kaçının. %85'in borsayı çok iyi gördüğü zamanları düşüş belirtisi olarak kabul edin. İyimserlik sınırı %25'in altına inerse yükseliş belirtisi kabul edin.

7. Kendi fikirlerinizle başkalarının fikirlerini ayırın. Kendi kararınızı verdikten sonra başkalarının sizi etkilemesine müsaade etmeyin. Aksi takdirde devamlı fikir değiştirmek zorunda kalır ve bundan bir fayda sağlayamazsınız.

8. Emin olmadığınız zamanlarda işlem yapmayın. Her gün alım satım yapmak mecburiyetinde değilsiniz. Bir pozisyona girmişseniz sonucunu bekleyiniz.

9. Serbest fiyatlı emirler vermeyin. Kısa vadeli yatırımlar için özellikle limitli emirler verin. Fakat inandığınız hissede birkaç basamak ucuz alma hesabı yapmayın.

10. Aşağı doğru ortalama yapmayın. Önceden aldığınız bir hisse ucuzlayınca ek alımlar yaparak maliyeti düşürmeye çalışmayın. Bu son derece sakıncalıdır. Ancak yükselen fiyatlarda ek alım yapılması mümkündür. Bununda piramit gibi kademeli olması gerekir.

11. Yüksek miktardaki alımı tek fiyattan yapmayın. Büyük portföyler için yapılan alımları birkaç güne ve değişik fiyatlara yayın. Pazarın yönünde aksi bir değişiklik yok ise alımlara devam edin.

12. Kaybeden bir pozisyona hiçbir zaman ek alım yapmayın. Kendinize ve aldığınız hisseye ne kadar güvenirseniz güvenin eğer zarar ediyorsanız ek alım yapmayın. Maliyete düşürme çabası pozisyonu daha da kötüleştirebilir.

13. Zararı kesin. Piyasa düşüncenize ters hareket ederse yanlış yaptığınızı kabul edin ve elinizdekini satın. Piyasanın istediğiniz yöne dönmesini beklemek yerine, zararda olsanız dahi pozisyonu kapatın. Bu irade ve disiplini kazanmanız size başarı getirecektir.

14. Zararı sevin. Zararda iken satış yapmak çok zordur. Fakat zararı sevmeyi öğrenmeli ve zarar etmeyi kabullenmelisiniz. Zira zarar, karın kardeşidir.

15. Beklenenin tersini yapın. Piyasada beklenen bir olayın beklenen reaksiyonu görmemesi al / sat sinyalidir. Beklenen olumlu haberin açıklanması fiyatları yükseltmeye yetmiyorsa düşüş olacaktır. Olumsuz olay veya haberler piyasayı aşağı doğru etkilemiyorsa yükseliş olacaktır.

16. Tepe ve dip noktalarından kaçınmın. Tepe ve dip noktalarının kendilerini ispat etmeden yapacağınız satım ve alımlardan zararlı çıkabilirsiniz. Bu nedenle en tepede satmak ve en dipte almak çabasında olmayın.

17. Söylenti alın gerçeği satın. Bir hisse hakkında söylentiler çıktığında alın ve durum kesinleştğinde satın.

18. Çok kısa vadede oluşan karı alıp hisseden uzaklaşın. Satın alınan hisse bazen hiç beklenmedik oranda hızlı bir yükseliş yapabilir. Bu durumda mutlaka satış yaparak karınızı realize edin.

19. Küçük hesaplar yapmayın. Seçtiğiniz hissenin yükseleceğine inanıyorsanız ucuz almaya çalışmayın. Zira daha ucuz alayım derken birçok önemli fırsatı kaçırebilirsiniz. Kararınızı verin ve uygulayın.

20. İçinde bulunduğunuz trendleri izleyin. Fiyat trendi ile uzun, orta ve kısa vadeli trendler hakkında detaylı bilgi sahibi olun. Bunlar size zaman diliminde ne tür spekülasyonlar yapmanız gerektiği hakkında bilgi verir.

21. Trend dönüşlerini kollayın. Fiyatın trend çizgisi dışında çıkması ve orada kendini ispat etmesi çoğunlukla trend dönüşünü ortaya koyar. Yükselen çizginin aşağı doğru geçilmesi sat, alçalan çizginin yukarı doğru geçilmesi ise al sinyali sayılır.

22. Fiyat hareketleriyle birlikte işlem miktarını da izleyin. Fiyat ile işlem miktarının birlikte artması alış, fiyat düşerken işlem miktarının artması ise satış sinyalidir. Kararsız fiyat hareketlerinde miktar artıyorsa fiyatın yönü belli olana kadar beklenmelidir.

23. Pazarın değişen momentumuna bakın. Eğer borsa her gün yükseliyor veya her gün düşüyorsa ve bu yükseliş veya düşüş hızı her gün daha da azalıyorsa, o zaman borsanın yön değiştirme zamanı gelmiştir.

24. Kuvvetli hareketlerin ardından düzeltme geleceğini unutmayın. Bir hisse kısa zamanda çok yükselmişse alım için gerilemesi beklenmelidir. Ancak hızlı düşüşte satış karı alındıysa biraz beklenip düzeltme sonrası yüksek fiyattan satış yapılabilir.

25. Alım Satım kararlarınızı o günkü fiyata dayandırmayın. Fiyatlar çok düştü artık düşmez veya çok yükseldi artık yükselmez zannetmeyin ve fiyatlara sınır koymayın. Birkaç sene içinde hiç ummadığınız kadar yükselebilir veya alçalabilir.

BÖLÜM II

PORTFÖY YÖNETİMİ ve ETKİNLİK

1. PORTFÖY YÖNETİMİNİN ETKİNLİĞİ

Çoğu yatırımcılar sabit ve istikrarlı bir gelir elde etmek, sermayenin korunmasını sağlamak ve sermaye kazancı yaratmak için portföy oluşturmakta ve yönetmektedir. Belirlenen amaçlara ulaşmak için süreç içerisinde gösterilen çabalarda başarılı olmak gereklidir.

1.1. Portföy Oluşturma ve Yönetiminde Başarı Kriterleri

Yönetimde başarılı olmanın, başarı değerlemesinin çeşitli kriterleri bulunmaktadır. Bunlar verimlilik, karlılık, globalleşme, etkililik ve etkinliktir. Birbirinden farklı anlam taşıyan bu kavramların bütün olarak değerlemesinin ardından başarı gelmektedir.(Akdemir, 1994:39)

1.1.1. Verimlilik

Verimlilik elde edilen sonuçların, yararların, bu sonuçları ve yararları elde etmek için katlanılan fedakarlıklara, yapılan çabalara, harcamalara oranı olarak tanımlayabileceği gibi, kısaca çıktıların girdilere oranı şeklinde de ifade edilebilir.(Akdemir, 1994:40)

Verimlilik çıktıların kalitesinin yükseltilmesiyle ya da kullanılan girdilerin azaltılmasıyla artırılabilir. Teknolojinin etkenliği, iş gören etkenliği, sermayenin etkenliği ve yönetimin etkililiği verimliliğin belirleyicileridir. Başa bir ifade ile, örgütün iç yapısı ile ilişkili olan verimlilik kavramı ile dış çevreyle uyumu içine alan, örgütün tümünü ilgilendiren stratejik kararlara dayalı etkinlik ve işleri doğru yapmak şeklinde ifade edilen etkililik kavramları birlikte kullanıldığında verimlilik artışından söz edilebilir.(Kartal, 1992:40)

Portföy oluşturma ve yönetim sürecinde girdi olarak portföy enstrümanları kabul edildiğinde, verimlilik boyutu bütün girdilerin potansiyel girdilerin en yüksek düzeyde, yararlanma olanağı ortaya çıkmaktadır.

1.1.2. Karlılık

Yatırılan sermayenin bir işletmenin veya herhangi bir yatırım konusunun o dönem içerisinde veya herhangi bir yatırım konusunun o dönem içerisinde gelir sağlayabilme olanağına karlılık denir. Belirli bir sermaye ya da yatırım ile ne kadar çok kazanç elde edilirse karlılık o kadar yüksek olacaktır.(Alpagun, 1993:21)

Portföy karlılığı da portföy oluşturulurken yatırılan sermayenin portföy yönetim süreci sonunda ulaşacağı değer ve sağlayacağı getiri olacaktır.

Globalleşme en kapsamlı olarak tüm konulara ulusal ve uluslararası boyutların ötesinde yaklaşmadır. Teknolojiye, finansmana, insan kaynaklarına, yönetim kültürüne en ekstrem dünya normlarında yaklaşıldığında, işletmecilik bakımından globalleşme eksenine yürünüldüğü yargısı geliştirilebilir.

Globalleşen dünya da, fon hareketlerinin uluslar arası bir ivme kazanması portföy yönetimini de etkilemektedir. Yurt dışında yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, uzman bir portföy yöneticisi ile bulundukları ülkeden yurtdışında fon yönetmektedirler. Yurt dışında fon yönetmenin temel ölçüsü, farklı piyasaları takip etmekten geçmektedir.

1.1.3. Etkililik

Portföy yönetiminde amaçlara ulaşmak için gösterilen çabalar arasında bir denge sağlamak zordur. Dengeyi sağlamada yararlanılan kriterlerin bire de etkililiktir.

Etkililik, örgütlerin tanımlanmış amaçlarına ulaşmak amacıyla gerçekleştirdikleri etkinliklerin sonucunda bu amaçlara ulaşma derecesini belirleyen bir performans kriteridir. Amaçların gerçekleşme düzeyi çıktıkları, başka bir deyişle elde edilen sonuçları ile ilişkilendirilerek belirlenir.(Akal, 1992:15)

1.1.4. Etkinlik

Amaçlara en az çabayla ulaşmak etkinlik olarak ifade edilir. Etkinlik ölçümü, mevcut rekabet ortamı içinde, işletmenin nerede olduğunu belirlemesine olanak vermekte ve eldeki girdilerden ne denli iyi bir biçimde çıktı üretebileceğini göstermektedir. Bir işletmenin elinde bulundurduğu girdi bileşimini en uygun biçimde kullanarak mümkün olan en çok çıktıyı üretmedeki başarısı teknik etkinlik, girdi ve çıktı fiyatlarını göz önüne alarak en uygun girdi karmasını seçmedeki başarısı fiyat etkinliği ve uygun ölçekte üretim yapmadaki başarısı da ölçek etkinliği olarak tanımlanmaktadır. Bu bileşenlerden hepsi birden, bir işletmenin genel ekonomik etkinliğini oluşturmaktadır.(Yolalan, 1993:6)

1.2. Portföy ve Etkililik – Etkinlik İlişkisi

Portföy oluşturulurken ve oluşturulan portföyü yönetirken gösterilen çabaların etkili ve etkin olması istenilen amaçlara ulaşmayı kolaylaştırmaktadır.

Etkinlik ve verimlilik gibi kavramlar, kaynakların sınırlı olduğu dünyamızda her zaman önemli olmuş ve olmaya devam edeceklerdir(Ekren, Emiral:2002).

Doğru olan işler doğru biçime ve doğru miktar ve türdeki girdilerle gerçekleştirilebilirse etkinlik ve etkililikten, sonunda da verimlilikten bahsedilir.

Portföy oluşturulurken, doğru zamanlamayı yaparak doğru enstrümanları seçmek ve en uygun portföy bileşimini hazırlamak portföy başarısında ilk adımdır. Sürecinin ilk adımında amaçlar belirlenmeli ve belirlenen amaçlar doğrultusunda alternatifler arasında seçim yaparak, doğru oranlarda girdi karması oluşturulmalıdır. Etkililik eksenli atılan bu adımın ardından, etkinliğe yönelik çalışmalar gelmektedir. Amaçlara ulaşma yolunda çeşitli enstrümanlar kullanılmakta ve gerektiğinde değiştirilerek en yüksek fayda elde edilmeye çalışılmaktadır.

Portföy performansını dolayısıyla etkililik ve etkinliğini değerlendirmenin en basit yolu, portföyün elde tutma dönemi getirisini Pazar portföyünün elde tutma dönemi getirisi ile karşılaştırmaktır. Ancak, bu yöntem portföylerin yalnızca getirilerine önem vererek, risk unsurunu ihmal etmektedir.(Bekçioğlu, 1985:45)

Bireysel veya kurumsal yatırımcının amacı riski göz önüne almaksızın sadece beklenen getiriye maksimize etmek ise sermaye en fazla getiriye sağlayacak olan tek bir menkul kıymete yatırılmaktadır. Buna karşılık, temel amaç, riski en aza indirmek ise yatırımcının başlıca görevi, belirli bir beklenen getiri oranı düzeyinde kovaryansların ağırlıklı ortalamasını mümkün olduğu kadar düşürecek bir şekilde sermayenin, menkul kıymetler arasında dağılımını sağlayan etkin portföyü seçmektir. Bir portföyü etkin yapmanın yolu da çeşitlendirmeden geçmektedir. Portföyün etkililiği ve etkinliğini artıracak çeşitlendirme çeşidi ise, doğru amaçla, yapılan doğru, bir çeşitlendirmedir.

2. ETKİLİLİK VE ETKİNLİK YÖNELİMLİ STRATEJİLER

Yüzyıllar boyunca askeri bir kavram olarak kullanılan strateji kelimesi , sevk etme, yöneltme, gönderme, götürme ve gütmeye kelimelerine karşılık gelmektedir. (Dinçer, 1990:101)

Stratejinin kelimesinin iş hayatı ve sportif oyunlar gibi rekabet unsuru içeren diğer çeşitli alanlarda kullanımı II. Dünya Savaşı'ndan sonra yaygınlaşmıştır. Ekonomik anlamda en açık şekilde izahı ise, iki iktisatçı ve matematikçi olan Neumann ve Morgenstern tarafından yapılmıştır. Buna göre strateji faydalarını maksimuma çıkarmak isteyen iki oyuncunun rakiplerinin davranışlarını olasılık hesaplarına dayanarak matematiksel açıdan değerleyip, bir seri kararlar almalarıdır. (EREN, 1990:7)

Strateji, genelde risk ve belirsizlik halinde eksik bilgiyle karar alma yöntemi olarak da tanımlanabileceği gibi bir amacı gerçekleştirebilmek için belirlenen hareket tarzı olarak da ifade edilebilir. (DİNÇER, 1990:9)

Stratejiler ilgili oldukları işletme fonksiyonlarına göre üretim stratejileri, personel stratejileri, finansman stratejileri v.b. gibi sınıflandırılır. (Alpay, 1999:109) Bu stratejiler, ekonomik anlamda yararlı ve değerli bir hedefe ulaşmak için yapılan çalışmaları yönlendirir. Çalışmalar, yönelinen amaca az harcama, az özveri ve çok yararlarla ulaşıyorsa, uygulanan stratejilerin etkinlik ve etkililik yönelimli olduklarından bahsetmek mümkün olur. (Alpugan, 1993:14)

Portföy stratejileri ise, çeşitli özelliklere sahip yatırım araçlarını elde tutma imkanına sahip yatırımcılara yönelik stratejilerdir. Gerek yatırıma karar verme gerekse verilen kararlara göre oluşturulan portföyleri yönetme aşamalarında yatırımcıların davranışlarına yön verirler.

Portföy stratejileri aracılığıyla kar amacına ulaşmada kullanılan kaynaklar arasında bir denge sağlanır. Bir bütün olarak düşünülen kaynaklar, geleceğe yönelik ve uzun vade içinde portföy etkililiği ve etkinliği yönünde değerlendirilir.(IŞIKLI, 1995:216)

3. ETKİLİLİĞİN VE ETKİNLİĞİN ARTIRILMASINA YÖNELİK STRATEJİ OLUŞTURMA AŞAMALARI

Stratejinin bulunmadığı işletmelerde kaynaklar etkin ve verimli bir şekilde kullanılamaz. Belirli stratejilere bağlı olmadan oluşturulan ve yöneltlen portföylerden de istenilen sonuçlar elde edilemez. Çünkü, kaynaklar belirli analizler günlük bilgilerle belirlenen geliş güzel alanlara yatırılmış olacaktır. Ayrıca, yönetim sürecinde de strateji geliştirilmediği için, piyasada ortaya çıkacak dalgalanmalardan, gelecekteki olayların belirsizliğinden portföyü korumak mümkün olmayacaktır. (Eren, 1990:22)

Yatırımcıların bir portföyü oluşturmadan önce, “portföyün amacı nedir? ve piyasa koşulları altında bu amaçlara ulaşmak için hangi strateji uygundur?” sorularına cevap vermelidir (Işıklı, 1995:120).

Sorularına cevap, verebilmek için amaçların belirlenmesinden başlayan süreç belirlenen stratejilerin değerlemesiyle son bulmaktadır.

3.1. Portföylerde Stratejik Amaçların Belirlenmesi

Bütün faaliyetlerin esasta yöneldiği, geleceğe ilişkin husus ya da hususları içeren terime amaç denilir.

Portföy oluşturmadan önce yatırımcılar da portföyden beklentilerini ortaya koymak zorundadır. Bir portföy oluşturulurken, daima oluşturulacak portföyün bir beklenen getirisi ve getiriye etkileyecek bir riski olduğu bilinir. Getiri ve risk arasında ne yönde tercih yapılacağı ise yatırımcıya bağlıdır. Portföy analizde yatırımcı davranışları fayda analizi ile açıklanmaktadır.

Fayda kavramı, değişik tüketicilerin farklı istekleri olduğuna ve değişik şekillerde bireysel tahmin elde edebildiklerine dayanır.

Fayda analizinde incelenen faktörleri, kişisel faktörler ve finansal faktörler olarak incelemek mümkündür. (Karaşın, 1987:135)

3.1.1. Kişisel Faktörler

Risk, portföy amaçlarını etkileyen temel unsurlardan biridir. Yatırımcının alabileceği risk yatırımcının yaşına, bakmakla yükümlü olduğü kişilere ve sermaye piyasası bilgisine ve ruhsal yapısına bağlı olarak değişiklik göstermektedir.

3.1.1.1. Yatırımcının Yaşı ve sağlık Durumu

Bir yatırımcı, kendisine gelir getirecek ve aynı zamanda riski az menkul kıymetleri seçebilirken, bir başka yatırımcı da yatırdığı parayı koruyacak ve yatırdığı parada değer artışı sağlayacak riskli yatırımları tercih edebilir. Örneğin mesleğinin en iyi döneminde bulunan 30 yaşındaki bir kişi yatırımlarında riski tercih ederek, sermayesinin getirisini maksimize etme amacı hedefleyebilir. Öte yandan, 60 yaşında emekliliği yaklaşımış bir kişi de mevcut gelirini maksimize edecek seçeneği tercih edebilir.(Büker, 1976:4)

3.1.1.2. Yatırımcının Bakmakla Yükümlü Olduğu Kişilerin Sayısı ve Yaşları

Yatırımcının, yatırım amaçlarını etkileyen faktörlerin bir tanesi de bakmakla yükümlülüğü olduğü kişilere yakınlılık derecesi, bu ilişkinin tahmini süresi, bu kişilerin sağlık durumları oluşturmaktadır.

3.1.1.3. Yatırımcının Bilgisi ve Zamanı

Kişinin yatırım amaçlarını belirleyen üçüncü kişisel etken, kişinin finansal konulardaki bilgisi ve araştırma için ayırabileceği zamandır. Portföyde yer alan enstrümanlar hakkında araştırma yapacak zamanı ve yeterli bilgisi olan tasarruf sahipleri daha atılgan davranabilir. Fonları çok olan ve bu alanda yeterli bilgi ve zamana sahip olmayan yatırımcılar ise yatırım danışmanına gerek duyabilir. (Büker, 1974:4)

3.1.1.4. Yatırımcının Ruhsal Yapısı

Yatırımcının ruhsal yapısı da, oluşturacağı portföydeki amaçlarını etkiler. Kişi menkul kıymetlere maddi çıkar sağlamak için yatırım yapılabileceği gibi, manevi çıkarlar içinde yatırım yapılabilir. Topluluk içinde prestij kazanma veya kendini herhangi bir işletmenin ortağı hisse ihtiyacını karşılama, yatırımcının elde edeceği manevi çıkardır.(Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgileri Klavuzu, 2000:209)

3.1.2. Finansal Faktörler

Tasarruf sahiplerini tek bir varlığa değil de bir varlık grubuna yatırım yapmaya yönelten finansal faktörler, yatırımcının gelecekteki nakit ihtiyaçlarına göre farklılıklar gösterir.

3.1.2.1. Yatırılan Sermayenin Korunması

Yatırımcının bir amacı, portföye bağladığı sermayeyi korumaktır. Hiçbir yatırımcı sermayesinde bir kaybın olmasını istemez. Aksine, portföyün paraya çevrilmesi

durumunda, en azından sermayesinin portföy oluşturmada önceki değerini korumasını ister.(Aksoy, 1993:209)

İşletmeler nakit fazlalığına sahip olduklarında, nakitlerini doğrudan gelir getirmedikleri ve özellikle enflasyonist ortamda değerlerinden kaybetmelerini nedeniyle ihtiyaç anına kadar menkul kıymetlere çevirmektedir. (Aksoy, 1993:209) Burada portföy oluşturmaktan amaç, çalışma sermayesini verimli kullanmaktır.

3.1.2.2. Devamlı ve Belirli Bir Gelir Sağlama

Yatırımcılar yatırımlarından sürekli ve belirli bir oranda gelir elde etmek isterler. Gelirlerin istikrarlı olması, yatırımcıların tasarruflarını tüketime veya yeniden yatırıma dönüştürmeleri konusunda rasyonel ve doğru karar almalarına yardımcı olacaktır. (Aşıkoğlu 1993:186). Bir portföy oluştururken, özellikle yatırımcının arzuladığı ve portföyün sağlayabileceği gelirin hesaplanması gereklidir.

3.1.2.3. Değer Artışı Sağlama İsteği

Yatırımcılar, risksiz bir amaç olan devamlı ve belirli bir gelir sağlamayı esas alabilecekleri gibi, riskli bir amaç olan değer artışı sağlamayı ya da her ikisini birden arzulayabilir.

Yatırım araçlarının bir kısmı, normal gelirler yanında değer artışı da sağlar. Örneğin bir hisse senedi sahibi yıllık normal temettüler yanında hisse senedinin zaman içinde fiyatının artmasından dolayı da değer artışı sağlamaktadır.

Açıklamalardan da görüldüğü gibi, yatırımcıların temel amacı, yatırılan sermayenin korunması, sürekli elde edilecek bir getiri ve değer artışları yolu ile

verimliliğini artırmak, başka bir deyişle serveti maksimum kılmaktır. Bu amacın gerçekleştirilmesinde yatırımcıların kararlarını kişisel faktörler etkilemektedir.

3.2. Portföy Oluşturma

Yatırım yapılacak sermayenin farklı yatırım alanlarına, kısa ve uzun vadeli olmak üzere dengeli ve risk almayacak şekilde dağıtılmasına portföy oluşturma denir.

Portföy oluşturulurken, portföyde yer alabilecek enstrümanların ayrıntılı bir analizi ile amaçlarına uygun stratejilerin belirlenmesi gereklidir.

3.2.1. Portföy Analizi

Portföy analizi, mevcut yatırım enstrümanlarını kullanan çeşitli ölçülere göre değerlendirme, bunların gelecekte işletmeye sağlayacakları yarar ve olanakları tahmin etme ve nihayet bu değerlemeden hareket ederek sermayenin çeşitli alanlara yatırılmasına yol gösterme amacıyla yapılan analitik bir tekniktir.(Eren, 1990:233)

Bir portföyün genel kompozisyonu hakkında karar vermeden önce bir takım ön araştırmalar yapmak gereklidir. Ekonomi ve sektör analizi bu yönde yapılan araştırmaları oluşturmaktadır.

3.2.1.1 Ekonomi Analizi

Menkul kıymetlere yapılacak yatırımın karlı olma olasılığı güçlü ve büyüyen bir ekonomide daha yüksektir. Bu nedenle, genel ekonomiye ilişkin beklentilerin işletmelerin çalışma koşullarını etkileyeceğini bilen yatırımcı kendi planlama dönemi

içinde ekonominin genel göstergelerinin alacağı değerleri ve ekonomideki dalgalanmaları tahmin etmelidir.(Büker-Aşıkoğlu,1993;97)

Yatırımcı, içinde bulunulan ekonominin analizini yapabilmek için çeşitli verilerden yararlanmaktadır. Bu verilerden bazılarını şunlar oluşturmaktadır.(Ceylan-Korkmaz, 1998;15)

- Gayrisafi milli hasıla,
- Kişi başına düşen milli gelir,
- Para ve kredi arzı
- Faiz oranları,
- İstihdam düzeyi,
- Fiyatlar genel seviyesi,
- Ödemeler dengesi,
- Kamu ve özel kesim harcamaları,
- Sınai ve hizmet üretimleri,
- İnşaat endüstrisindeki gelişmeler,
- Para ve maliye politikaları,
- Ücret düzeyleri.

Yukarıdaki veriler yardımıyla ekonominin genişleme ve daralma dönemlerine ait göstergeler elde edilerek, işletme üzerindeki olası etkileri ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

3.2.1.2.Endüstri Analizi

Endütriler, benzer ürünler üreten, benzer üretim teknolojilerini kullanan, aynı piyasaya birbirini teknik olarak ikame eden ürünler arz eden, benzer girdiler kullanan

görelî olarak büyük sermaye ve işgücüne sahip üretici yada ticari birimlerdir.(Büker-Aşıkoğlu, 1993;98)

Rasyonel bir yatırım kararı verebilmek için, yatırım yapılması düşünülen işletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve işletmenin bu sektör içindeki durumu incelenmelidir.

Yatırım yapılacak işletmenin faaliyet gösterdiği endüstri kolunun dönemsel hareketlere karşı duyarlılığı, bu endüstrideki rekabet şekli ve teknolojik gelişmeler işletmeyi doğrudan etkileyecektir. (Akgüç, 1994;852)

Sektör analizinde öncelikle sektör endeksleri hazırlanır. En basit şekliyle bir sektör içindeki hisse senetlerinin fiyatlarının toplanıp hisse sayısına bölünmesiyle hesaplanan sektör endeksleri, kendi aralarında değerlendirilir. “Relatif güç analizi” denilmektedir.

Realif güç analizi, bir sektörün piyasaya veya bir hisse senedinin sektöre göre performansının belirlenmesinde kullanılmaktadır. Ayrıca, herhangi iki sektörün birbirleriyle karşılaştırılması için de bu analizden yararlanılmaktadır.(Şahin, 1992;177)

3.2.1.3 Enstrümanların Analizi

Yatırımcılar, tasarruflarını en çok kazanç sağlayan yatırım enstrümanlarında değerlendirmek istemektedirler. Fonların yatırılacağı araçlar mevcut piyasaların durumuna bağlıdır. Gelişmiş ve değişik enstrümanlar ile çeşitlendirilmiş iyi işleyen piyasalarda, yatırım yapılacak araçların sayısı oldukça fazladır. Kısa vadeli fonlar genellikle para piyasası araçları ile değerlendirilse de, bazı sermaye piyasası

araçlarından kısa vadeli fonları değerlendirmede de yararlanılmaktadır. (Aksoy,1993;210)

Günümüzde para ve sermaye piyasası araç ve kurumları iç içe girmiş olup, birbirlerini etkilemektedirler. Yatırım enstrümanları enflasyon ve faiz oranları, emisyon miktarı ve kur değişimlerinin yanı sıra ülkedeki siyasi, sosyal yapıdaki değişimlerden di farklı oranda etkilenmektedir.

10.- PORTFÖY OLUŞTURMA STRATEJİLERİ

Yatırımcılar, yatırım amaçlarını gerçekleştirme çabası içindedirler. Gerek kurumsal gerekse bireysel yatırımcılar, risk ve getiri unsurlarının bir bileşimine veya her birine göre belirli stratejiler izlemek zorundadırlar.

Bir portföy ister hisse senetlerinden isterse tahvillerden oluşsun, uygulanan stratejiler genelde benzer özellikler taşır. Bu nedenle çalışma içinde tahvil oluşturma ve tahvil yönetimi stratejileri ile hisse senedi yönetimi stratejileri gibi bir ayırıma gidilmeden, sadece portföy oluşturma stratejileri ile portföy yönetimi stratejilerine yer verilmiştir.

Portföy oluşturmada uygulanması gereken stratejileri aşağıdaki gibi sınıflamak mümkündür: (Ceylan, 1993:185-197, Büker,Aşıkoğlu,1992:129)

10.1 Satın Al ve Elde Tut Stratejisi

En basit yatırım stratejisi olup pasif portföy yöntemi olarak değerlendirilir. Amaç, seçilen bir menkul kıymetin satın alınarak istenilen süre kadar elde tutulmasıdır. Bu dönem içindeki fiyat oynamaları yatırımcıyı, alış-satış açısından ilgilendirmediği için

pasif bir yöntem olarak değerlendirilmiştir.(Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2000:214)

Söz konusu stratejide seçilecek yatırım aracının türü ve zamanlaması konusunda bir açıklık yoktur. Bu konu tamamiyle yatırımcının kendi seçimidir.

Elde tutma süresi içinde, alım ve satımı sadece bir kez yapılması nedeniyle ödenen komisyon miktarı azdır.

Spekülatörler bu stratejiyi pasif bir portföy yöntemi olarak değerlendirip kısa zaman fiyat oluşumunu sağladıktan sonra satışa geçerler ve büyük fiyat farklılaşmasından istifade ederler.

10.2. Endeks İçerikli Fon Stratejisi

Bir ya da daha fazla değişkenin zaman, mekan veya diğer özelliklere göre gösterdiği nisbi değişimlerin ölçülmesinde kullanılan oranlar endeks olarak tanımlanmaktadır. (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2000: 215)

Endeks içerikli fon stratejisi bir portföy yönetim olgusu olarak endeks kapsamındaki hisse senetlerine, endekste ki ağırlıkları kadar yatırım yapmayı öngörür. Böylece piyasayı temsil ettiği varsayılan endekse eşit bir getirinin elde edilmesi mümkündür.

Endeks fon kısa adıyla anılan bu stratejinin, etkin piyasa teorisine inanan kurumsal yatırımcılar tarafından oluşturulduğu gözlenmiş, uzun dönemde endekslerden daha iyi getiri elde edilmeyeceği ve endekslerin tüm piyasayı aynen yansıttığı varsayılmıştır.

10.3. Maliyeti Ortalama Stratejisi

Belirli aralıklarla ve aynı miktar parayı ödeyerek istenilen hisse senedini alma yöntemidir.

Yatırımcı, menkul kıymet fiyatını dikkate almamakta ve periyodik olarak aynı miktar parayı hisse senedi almak için kullanmaktadır. BU nedenle bir malın taksitle alınışına benzetilen strateji, özellikle dönemsel tasarruf sağlayabilen yatırımcılar için önerilir.(Akbaş, 1999:48)

Eşit tutarda satın alınan bir neticesi olarak, ortalama alış fiyatı daima ortalama piyasa fiyatından daha düşük olacaktır. Ancak, bu hesaplamada bağlanan paranın zaman değeri dikkate alınmadığından yatırımcı açısından gerçek maliyeti bulmak mümkün değildir. Bu stratejiyle yönetilen portföyler, fiyatı çok dalgalanan hisse senetleriyle daha fazla kar sağlayabilirler.(Şensoy, 1996:109)

Maliyeti ortalama stratejisinin en önemli avantajı yatırımcının üzerinden hisse senedi alım zamanlaması baskısını kaldırması ve yatırımcıya portföyü ile amaçlarını periyodik olarak gözden geçirmesini sağlamasıdır.

Bu strateji ile büyük bir portföyü uzunca bir süre içerisinde küçük paralar ödeyerek oluşturmak mümkün olup, yatırımcının kendisini yüksek maliyete karşı koruması söz konusudur.

Maliyeti ortalama stratejisinin yetersizlikleri ise iki önemli noktada toplanır. Birincisi, alınan menkul kıymetlerin zaman içinde değişim maliyetlerinin yükselmesi ve ikincisi ise yatırımların ne zaman satılması gerektiğine dair bir yaklaşımı ortaya koymasındır.

10.4. Sabit Para Miktarı Stratejisi

Portföydeki hisse senetlerinin parasal değer olarak hep aynı kalması prensibine dayanan stratejidir. Bir çok alım ve satım işlemi gerektirmektedir. Portföy içinde hisse senetlerine ayrılmayan para ise tahvil ve benzeri sabit getirili menkul kıymet yatırım araçlarına aktarılır.

Sabit para miktarı stratejisinde, piyasadaki hisse senetlerinin toplam piyasa değeri, yatırımdan önce belirlenen miktarla karşılaştırılıp, farklılık gözlendiğinde gerekli düzeltmeler yapılır. Buna göre yatırımcı, hisse senetlerinin değeri arttığında bunları satarak farktan elde ettiği karı sabit getirili menkul kıymete yatırır, hisse senetlerinin fiyatı gerileyince de sabit getirili kıymetleri satarak hisse senedi alacaktır.(Sermaye Piyasası ve Borsa temel Bilgiler Klavuzu, 2000:485-486)

Diğer bir ifadeyle yatırımcı, hisse senetlerinin değeri artınca hisse senetlerinin portföyünün sabit getirili menkul kıymetlere oranını düşürecek, tersi gerçekleştiğinde ise oranı yükseltecektir.

Bu stratejide portföydeki hisse senetlerine endekslenmiş bir alım veya satım işlemi söz konusudur. Böylece yüksek fiyattan hisse senedi almanın engellenmesi stratejinin önemli bir avantajı olarak ortaya çıkar.

Ancak kar imkanını artırabilmek için makul fiyat seviyesinde alımların yapılması, yatırımların devamlı gözden geçirilmesi ve sağlıklı bir hisse seçimi yapılması gerekmektedir.

10.5. Sabit oran Stratejisi

Sabit oran stratejisi, portföyün hisse senetlerinden oluşan bölümünü sabit getirili menkul kıymetlerden oluşan bölümüne oranla sabit tutma işlevine dayanır.

Böylece yatırımcı, hisse senetlerinin fiyatı yükselince satmaya, düşüncede almaya zorlanmış olur.

Bu stratejinin en önemli yanı, miktar yerine oran kavramının kullanılması ve yatırıma başlama zamanıdır. Eğer hisse senetleri alımı için uygun zaman bulunmuş ise karlılık daha fazla olacaktır.(Şensoy, 1996:116)

Bu stratejiyi uygulayan yatırımcılar, portföydeki hisse senetlerinin değeri arttığında ön gördükleri denge bozulmuş olacağından, gereken miktardaki hisse senedini satmayı ve yerine sabit getirili menkul kıymet almayı, aksi durumda ise sabit getirili menkul kıymetleri satarak hisse senedi almayı planlarlar. Söz konusu oran, yatırımcının davranış biçimine bağlı olsa dahi, hisse senetlerinin değer kaybettiği bir ortamda bu stratejiyle zararı azaltmak mümkün olmaktadır.

Sabit oran stratejisi, piyasanın yükseldiği ve düştüğü dönemlerde, hem sabit değer stratejisinden hem de değişken oran stratejisinden daha fazla getiri sağlayacaktır.

Ancak bu durum, piyasanın yukarı ve aşağı tam bir dalgalanma içinde olduğu dönem için söz konusu değildir.

10.6. Sabit Değer Stratejisi

Sabit değer veya sabit hisse senedi değeri olarak nitelendiren bu stratejide, portföyün belli bir kısmının sabit getirili menkul kıymetlere yatırılması veya nakit olarak elde tutulması öngörülmüştür.

Alım satım zamanlaması açısından yatırımcıya görüş imkanı sağlaması ve piyasadaki dalgalanmalardan kar elde edilmesine imkan tanınması, bu stratejinin önemli özelliklerindendir.(Karaşin, 1991:131)

Bu stratejide, portföyün hisse senetlerine ayrılan bölümün değeri sabit tutulduğundan, alım ve satım kararı ancak büyük değişiklikler olduğunda gündeme gelmektedir.

10.7. Gelecekteki Yükümlülükleri Karşılama Stratejisi

Belli giderlerin ve harcamaların yatırımda elde edilen gelirle karşılanması durumu söz konusu olduğunda kullanılan bir yöntemdir. Bu nedenle belirli zamanlarda, yerine getirilmesi gereken yükümlülüğe eşit miktarda paranın elde edileceği bir portföy oluşturmak gerekir.(Akbaş, 1999:50)

Zaman kısıtlaması nedeniyle bu portföylere daha çok sabit getirili menkul kıymetler diye adlandırılan tahvil veya hazine bonusu alınır. Amaç söz konusu finansal varlıkların getirisinden istifade etmektir. Dikkat edilmesi gereken en önemli nokta ise bu varlıkların vadeleridir.

10.8. Analiz Yöntemlerine Dayanan Stratejiler

Yukarıdaki stratejiler haricinde yatırımcılar portföyü yönetirken temel analiz, teknik analiz ve kantitatif analiz yöntemlerinden bir veya birkaçını uygularlar.

Temel analizde önemli olan, ilgilenilen şirketin gerçek değerinin hesaplanarak piyasa fiyatıyla karşılaştırılması ve bunun neticesinde alım veya satımına karar verilmesidir.(Özçam, 1996:129)

Hisse senedinin gerçek değerinin bulunmasında mali tablolardaki kalemler, kar ve temettü durumu, yönetim, çeşitli riskler, geçmiş performans açısından incelenir ve gelecek için ne yapılması gerektiği yorumlanır.

Teknik analiz yönteminde ise fiyat, miktar veya endeks gibi geçmişte oluşan verileri kullanarak geleceği tahmin etme ve böylece kısa dönemde fiyat artışında kazanç elde etme arzusu vardır.

Teknik analiz yaklaşımını başlatan Charles Dow'a göre hisse senetlerinin piyasa fiyatının zaman içindeki seyri, hisse senetlerinden elde edilen gelirlerin bir fonksiyonu olup spekülâtörlerin etkilemediği denge fiyatına bağlıdır. Denge fiyatları hisse senedinden gelecekte elde edilecek gelirlerin bugüne indirgenmiş değerini yansıtır.

Kantitatif analiz yöntemi ise daha fazla yurt dışında kullanılan matematik ve istatistiğe dayalı bir yöntemdir. Amaç hangi hisse senedine ne oranda yatırım yapılacağına saptanması ve böylece kazanç sağlanmasıdır.

Sevil ve Şen (2001:42) ise portföy yönetim stratejilerinin iki başlıkta toplamışlardır. 1-Pasif portföy yönetim stratejisi, 2- Aktif portföy stratejisi.

1- Pasif portföy stratejisi : Pasif portföy stratejisi, menkul kıymet piyasalarının kısmen de olsa etkin olduğu varsayımına dayanmaktadır. Pasif portföy yönetim stratejisi piyasada düşük fiyatlandırılmış menkul kıymetleri belirleyerek kazanç elde etmenin mümkün olmadığına ve piyasa fiyatlarının gerçek değerlere çok yakın olduğuna inanan yatırımcılar için uygun bir stratejidir.

2- Menkul piyasalarının etkin olduğuna ilişkin yapılan değerlendirmeler ve bu değerlendirmeler temelinde geliştirilen Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'nin geçerli olmadığını düşünen yatırımcılar, hisse senedi yatırımlarında aktif portföy yönetim stratejisi yoluyla portföy oluşturmayı tercih etmektedirler. Piyasanın etkin olmadığını düşünen bir yatırımcı, herhangi bir zamanda piyasada oluşmuş fiyatlardan hareketle ileride gerçekleşebilecek fiyat hareketlerinden kazanç elde edebileceğini varsayar.

BÖLÜM III

**PORTFÖY YÖNETİCİSİNİN VE YATIRIMCININ
EĞİTİMİNE YÖNELİK BİR MODEL ÖNERİSİ**

1. EĞİTİM KAVRAMI

Bir toplumun gelişebilmesi için tüm üyelerini amaçlarına göre yetiştirmek zorundadır. Bu zorunluluk bireyleri içinde bulundukları topluma uyma, morallerini yükseltme, güdüleme, kişiliklerini geliştirme, mesleki yeterliliklerini artırma, ileri doğru gitme ve yükselme gibi çabaların gerektirdiği bilgi, beceri ve alışkanlıkların kazandırılmasını kapsamına alır (Taymaz, 1997:1). Bu bilgilerin ışığı altında eğitim için iki tanım yapılagelmektedir.

Eğitim, bireyin toplum hayatına hazırlanması amacıyla onun gerekli bilgi, beceri ve tutum kazanmasına ve kişiliğini geliştirmesine yardım etme sürecidir (Alaylıoğlu, Oğuzhan, 1968:62)

Eğitim, bireyin davranışlarında istenilen değişiklikleri meydana getirme veya yeni davranışları kazandırma sürecidir (Ertürk, 1972:12)

2. PORTFÖY YÖNETİCİSİNİN EĞİTİMİ

Yukarıdaki eğitim kavramı tanımlarında üç ortak yön bulunmaktadır. Birincisi, bireyin yeteneklerinin geliştirmesi gerektiği, ikincisi, bireyde davranış değişikliğinin kendi yaşantısı yolu ile oluşacağı, üçüncüsü, eğitimin bir süreç olduğudur. Bu çerçevede portföy yöneticisinin eğitilebilmesi için şu koşullar sağlanmış olmalıdır.

1. Portföy yöneticisinin istekli olması, ilgi duyması, benimsemesi ve algılaması,
2. Portföy yöneticisinin zihinsel ve bedensel güçlerinin, yeteneklerinin elverişli olması,
3. Eğitim için yer, zaman, araç ve öğretici bakımlarından uygun ortam sağlanması,
4. Portföy yöneticisinin davranışlarını değiştirebilmesi için gerekli bilgi, beceri ve tutum kazandırılması.

Özdemir Akkaya'nın (1997:4) hizmet içi eğitimi için sıraladığı amaçları portföy yöneticisinin eğitimine uyarlıysak aşağıdaki amaçlar ortaya çıkmaktadır.

1. Yönetim sorumlularına, eğitim görenlerin kabiliyetleri hakkında bilgi vermek, gördükleri eğitim neticesinde bu görevlilerden en iyi şekilde faydalanmasını sağlamak

2. Eğitim gören kimselere görevlerini daha verimli bir şekilde yapmaları amacıyla maharetler kazandırmak veya maharetlerini geliştirmek için fırsat ve imkan sağlamak

3. Eğitim görenlere daha büyük sorumluluk gerektiren görevlere yükselmelerine yardımcı olmak

4. Yönetici, icracı ve başka personel tarafından yapılmakta olan işlerin gerek nitelik gerekse nicelik bakımından artışını sağlamak

5. Açık görevleri uzun süre boş bırakmamak ve hemen doldurmak amacıyla hazırlıklı bulunmak ve muhtemel açıklar için elde edilen daima yetişmiş personel bulundurmak

6. Personele bilgi ve fikir alış-verişinin önemini benimseterek kurum içinde ve dışında daha etkili bir haberleşme, koordinasyon ve işbirliği sağlamak

7. Eğitimin kazandıracağı maddi ve manevi faydaların neler olduğunu bütün personele duyurarak personelin moralini yükseltmek ve kuruma bağlılığını artırmak.

Nuri Tortop'un da (1990:138) sıraladığı hizmet içi eğitimin faydalarını portföy yöneticinin eğitiminin faydaları için yorumlanırsa şu maddeler ortaya çıkmaktadır.

1. Denetleme için ayrılan zaman, enerji ve para miktarını azaltır.

2. Verimi artırır. Hizmetin daha kaliteli olmasını sağlar. Hizmetin aynı zaman içinde daha çok olmasını sağlar.

3. Kazaları azaltır.

4. Gerek madde gerekse hizmet üretiminde israftan doğan kaybı azaltır, önler.

5. Metot ve sistemlerin geliştirilmesi için ilgi ve istek meydana getirir.

6. Personelle yönetim arasındaki anlaşmazlıkları azaltır.

7. Üretim artışını sağlamak için ihtiyaç duyulan yeni bilgi ve fikirlerin ortaya çıkarılmasında en etkili metottur.

8. Kişisel ilerleme için daha fazla fırsat hazırlayarak personelin moralini yükseltir.

9. Kurum içinde haberleşmeyi geliştirir.

2.1.- Portföy Yöneticisinin Eğitiminde Kullanılabilecek Teknikler

Portföy yöneticisinin eğitiminde kullanılabilecek en iyi yöntem grupla çalışma yöntemidir. Bireyler arasında serbest ve araştırmacı etkinliklere imkan veren bir yöntemdir. Grupla çalışma yöntemi şu şekillerde gerçekleştirilebilir.

- Takrir
- Seminer
- Olay İncelemesi
- Demonstrasyon

Bunları sırayla açıklarsak;

2.1.1.-Takrir

Herhangi bir konunun tertipli ve sistemli bir şekilde bir konuşmacı tarafından bir gruba anlatılması şeklidir. Konuşmacı sonunda soru sormak için bazen dinleyicilere zaman bırakır. Bunun için konuya vakıf bir konuşmacı bulmak gerekir. Zira konuşma uzun sürerse dinleyicilerin yorulduğu ve dikkatlerinin dağıldığı

görülür. Bununla beraber kısa zamanda çok kişiye hitap etmek ve grup faaliyetlerinin neticelerini duyurmak için iyi bir yoldur.

2.1.2.- Seminer

Grup üyeleri aynı seviyede kimselerdir. Bunlar bir liderin başkanlığında bir konunun incelenmesini ve problemlerini ararlar. Üyelerin konu hakkında bilgi sahibi oldukları düşünülür. Konunun cevapları tartışma sonunda meydana çıkar. Bu sebeple bilinen bir konunun seminerlerde ele alınması doğru değildir. Daha ziyade önceden tespit edilmiş çözümleri olmayan konularda seminer çalışması uygundur.

2.1.3.-Olay İncelemesi

Bir liderin başkanlığında önceden seçilmiş bir olayın detayları küçük bir grup tarafından incelenir, tartışılır. Lider olayı veya konuyu şifahen ya da yazılı olarak resimler ve ilgili kayıtlarla ortaya koyar. Üyelerin tahlil, kavrama, diğerleri ile çalışma güçleri gelişmiş olur. Olay incelemesi hakiki problem üzerinde uğraşma fırsatı sağlar.

2.1.4.- Demonstrasyon

Yetkili bir kimse tarafından aynen iş içinde olduğu gibi herhangi bir hareketi görebilmeleri maksadı ile karşıdaki grup üyelerine bütün teferruatı ile yapıp göstermesidir. Grup üyeleri hareketi gözü ile görerek öğrenirler. Takrir yolundan daha çekicidir. Bu yolla teori ve bazı prensiplerin uygulamaya girmesi sağlanır.

2.2.- Portföy Yöneticisinin Eğitiminde Taraflar

Portföy yöneticinin eğitiminde üç taraf bulunmaktadır. Eğitimi alacak taraf, eğitimi düzenleyen taraf ve eğitimi verecek taraf.

Eğitimi alacak olan taraf, hali hazırda portföy yöneticisi olarak bir kuruma bağlı çalışanlar ile henüz portföy yöneticisi olmamış aday kişilerdir.

Eğitimi düzenleyen taraf, portföy yöneticisi ve portföy yöneticisi adaylarının işverenleri olan kurumlardır.

Eğitimi veren taraf ise, daha tecrübeli sektör çalışanları, bu tür eğitimleri vermek üzere kurulan özel firmalar, üniversitelerdeki konuyla ilgili eğitmenlik yapan öğretim görevlileri, konuyla ilgili kamu kurumları olarak sayılabilmektedir

3.- YATIRIMCININ EĞİTİMİ

Türk sermaye piyasasında yatırım yapan bireysel yatırımcılar yatırımlarına karar verirken profesyonel yardım alabilecekleri gibi, yatırım kararlarını kendileri de alabilmektedirler. Sermaye piyasasına yapılan yatırımların etkin olabilmesi yada yapılan yatırımın boşa gitmemesi için bireysel yatırımcıların da sermaye piyasası hakkında bilmeleri gereken bir takım konular mevcuttur. Bu bilgileri üniversite eğitimleri sırasında alabilecekleri gibi daha sonra da çeşitli yollardan edinebilmektedirler.

3.1.- Yatırımcının Eğitiminde Kullanılabilecek Teknikler

Yatırımcıların eğitimleri sırasında dikkat edilecek en önemli nokta eğitimin konusunun, yapılma şeklinin ve eğiticinin, yatırımcının ilgilisi çekmesidir. Diğer bir deyişle eğitmen yatırımcıya ulaşamazsa, konu amacından çok uzaklaşırsa yatırımcının ilgisi azalabilmekte hatta tamamen bitebilmektedir. Yatırımcının eğitimi için aşağıdaki yöntemler kullanılabilmektedir.

- Konferans
- Forum
- Sempozyum
- Panel
- Geziler

Bunları sırayla açıklarsak;

3.1.1 -Konferans

Bir grup tarafından seçilmiş bir başkanın irderliğinde herhangi bir problemin o grupta tartışılmasıdır. İthalat, Muhasebeci Geliştirme, İhracat, Sigorta İşlemleri eğitimleri sırasında bu yöntem uygulanabilir.

3.1.2.-Forum

Bu şekil çalışmada bir konuşucu konu etrafında kısa bir konuşma yapar. Konuşmanın sonunda grup soruları sorar, fikrini açıklar, tenkit ve görüşlerini bildirir. Forumda gaye müşterek bir karara veya sonuca ulaşmak değildir. Gaye fikirlerin açıkça ortaya konmasını, tartışılmasını, yeni görüşlerin geliştirilmesini sağlamaktır.

3.1.3.-Sempozyum

Küçük bir grup, konuşmacı durumundadır. Konu değişik konuşmacılar tarafından görüşülür. Zıt fikirler ortaya konur. Konuşmadan sonra dinleyiciler de soru sorar.

3.1.4.-Panel

Panel, tıpkı sempozyum da olduğu gibi genel bir toplantıda, seçilmiş küçük bir grup, dinleyiciler önünde bir konuyu samimi bir atmosfer içinde tartışmaktır. Gaye

bir karar varmak değildir. Problemin çeşitli yönlerini açıklamak ve çeşitli düşünüş ve eğilimleri ortaya koymaktır.

3.1.5.-Geziler

İnceleme ve gözlem gezileri, grupla çalışmada, incelenen konu veya olayın yerinde görülmesi, işin nasıl ve hangi şartlar altında olduğunu tespit etmek için yapılır.

3.2.- Yatırımcının Eğitiminde Taraflar

Yatırımcının eğitiminde de portföy yöneticisinin eğitiminde olduğu gibi üç taraf bulunmaktadır. Bunlar eğitime katılan yatırımcılar, eğitimi düzenleyen kurum yada kuruluşlar ve eğitimi veren kişi yada kurumlardır.

Eğitime katılacak olanlar kurum yada kuruluşların hali hazırda müşterileri olabileceği gibi konuyla ilgilenen herhangi bir kişi de olabilmektedir.

Eğitimi düzenleyen taraf sermaye piyasasında alım satımı yapılan sermaye piyasası araçlarına alım satımda aracılık ededen aracı kurumlar, bankalar, bu piyasada düzenleyici olarak görev yapan İMKB, SPK, TBB olabileceği gibi devlet kendi organlarıyla da bu görevi üstlenebilmektedir.

Eğitim verecek olan taraf ise, üniversite öğretim görevlileri, bu piyasada hali hazırda görev yapan sektör çalışanları veya yukarda anılan kurumların eğitim bölümlerinde çalışan kişiler tarafından verilebilmektedir.

Eğitimin finansmanını katılımcılar karşılayabileceği gibi, eğitimi düzenleyen kurumlar da üstlenebilmektedirler. Eğitim sonunda katılımcılara “Yatırım Sertifikası” verilmesi katılımcı sayısını ve katılıma ilgiyi de artırabilmektedir

4. PORTFÖY YÖNETİCİSİNİN EĞİTİMİNE YÖNELİK BİR MODEL ÖNERİSİ

Aşağıda portföy yöneticisinin takdir sistemi kullanılarak eğitimine yönelik bir eğitim planı verilmiştir. Bu model önerilirken eğitime katılacak hali hazırda çalışan portföy yöneticilerinin bir kere eğitime alınıp 49 gün boyunca bu süreçte tutulacak şeklinde bir düşünce mevcut değildir. Program temel, orta ve ileri düzey şeklinde ayrımı yapıldıktan sonra konularına göre de ayırma tabi tutulup ayda 1 er hafta olarak uygulanabilir. Ancak sektörde yeni çalışmaya başlayacak personelin bu tür bir eğitimi bir kerede alması tavsiye edilmektedir. Ancak sektörün çalışma sistemini kavradıktan sonra eğitimin bir bölümü tekrar edilmesi düşünülmektedir.

Verilecek eğitim modeline benzer bir program, Ziraat Yatırım A.Ş. de 2001 yılında uygulanmıştır.

Eğitim paketi üç düzey olarak planlanmıştır. Temel düzey, orta düzey, ileri düzey. Bu düzeylerde eğitimi verilecek konuların adları ve süreleri aşağıda belirtilmiştir. Bir gün altı ders saati olarak alınmıştır. Diğer bir deyimle toplam 49 günde 294 saat eğitimi kapsamaktadır.

TEMEL DÜZEY EĞİTİMLERİ

<u>KONU</u>	<u>SÜRE</u>
GENEL BANKACILIK	1 GÜN
TEMEL MUHASEBE	2 GÜN
BANKA MUHASEBESİ I	2 GÜN
TEMEL HUKUK	2 GÜN
İLETİŞİMDE BEDEN DİLİ	1 GÜN
TOPLAM	8 GÜN

ORTA DÜZEY EĞİTİMLERİ

<u>KONU</u>	<u>SÜRE</u>
SERMAYE PİYASASI İŞLEMLERİ	2 GÜN
TÜREV PİYASALARI İŞLEMLERİ	2 GÜN
TCMB BİLANÇOSU ANALİZİ VE HAZİNE İŞLEMLERİ	2 GÜN
YATIRIM FONLARI	2 GÜN
DÖVİZ PARA PİYASALARI	2 GÜN
HAZİNE YÖNETİMİ	2 GÜN
SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER YÖNETİMİ	2 GÜN
SERMAYE PİYASASI KANUNU	2 GÜN
MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİN YORUMLANMASI	1 GÜN
FİNANSAL MATEMATİK	2 GÜN
RİSK YÖNETİMİ	2 GÜN
BANKA MUHASEBESİ II	2 GÜN
TEMEL ANALİZ	3 GÜN
TEKNİK ANALİZ	3 GÜN

TOPLAM

29 GÜN

İLERİ DÜZEY EĞİTİMLERİ

<u>KONU</u>	<u>SÜRE</u>
REPO İŞLEMLERİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ	1 GÜN
REESKONT İŞLEMLERİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ	1 GÜN
MENKUL KIYMET İŞLEMLERİNİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ	2 GÜN
VERGİ HUKUKU	2 GÜN
MENKUL KIYMETLERİN DEĞERLİLİK VE	
VERİMLİLİK ANALİZLERİ	2 GÜN
NAKİT YÖNETİMİ	1 GÜN
BİLANÇO ANALİZİ	2 GÜN
YATIRIM BANKACILIĞI	1 GÜN
TOPLAM	12 GÜN

GENEL TOPLAM

49 GÜN

Yukarıda verilen eğitim paketini ülkemizde portföy yöneticileri alabilmektedir. Sektörde çalışan hemen her portföy yöneticisi bu şansa sahiptir. Bu bilgilerin bir kısmını üniversite eğitimi sırasında bir kısmını da sermaye piyasası sektöründe çalışmaya başladıktan sonra hizmet için eğitimlerle almaktadırlar.

Aynı şansa bireysel yatırımcılar sahip değildir. Belki üniversitede bazı bilgiler edinmişlerdir. Ancak bu bilgiler piyasada ki verilerin birleştirilip yorumlanması için yeterli değildir. Belki kişisel merak sonucu elde edilen bilgilerle piyasa hakkında yorum yapılabilir. Doğaldır ki bu yorumların portföy yöneticilerinin yaptıkları yorumlar kadar profesyonel olması oldukça güçtür.

Portföy yöneticilerinin çalıştıkları kurumlar kar amaçlı kurumlardır. Müşterilerini düşündüklerinden daha çok kurumların kazançlarını düşünmektedirler. Ülkemizde bilgi eş zamanlı olarak sektörün tüm ilgilileri tarafından öğrenilememektedir. Bu durumda bilginin bir maliyeti oluşmaktadır. Bilgiye önce ulaşan portföy yöneticisi yada yatırımcı yaptıkları işlemlerden karlı çıkarken bilgiye ulaşamayan yatırımcılar yada portföy yöneticileri için aynı durum söz konusu olmamaktadır.

Bu anlatılanlar çerçevesinde gerek bireysel olarak yatırım yapanlar gerekse yatırımlarını portföy yöneticilerinin tavsiyeleri sonucunda gerçekleştirenler bir teste tabi tutulmalıdır. Bu test de ölçülecek unsurlar bir önceki konuda Etkinliliğin ve etkinliğin artırılmasına yönelik strateji aşamalarında sıralanmıştır. Test sonucu yatırımcı tarafından verilmiş bir taahhüt şeklinde de yorumlanabilir. Hatta test sonuçları kişi hakkında edinilen kamusal kaynaklarla birleştirilip kişiye özel bir yatırım profili çıkarılabilir. Profilde yatırımcının geliri, serveti, dönemsel olarak sarf edeceği fon miktarı, sağlık durumu, sahip olduğu gayrimenkuller vb. sonuçlar bulunabilir. Yatırımcının yapabileceği yatırım miktarı belirlenir. Yatırımcı hangi aracı kuruma giderse gitsin yapacağı yatırımın miktarının değişmediği bir sistem kurulabilir. Değişen tek şey yatırımcının tercih ettiği getiri, zaman ve diğer koşullar çerçevesinde satın alacağı menkul kıymet çeşidi olabilir. Test sonucunda elde edilecek bilgiler doğrultusunda yatırımcıya bu çerçevede tavsiyelerde bulunulabilir. Tüm bu işlemler yapılabilirse etkin portföy yönetimine daha kolay ulaşılabilir. Yatırımcıların yada tasarruf sahiplerinin sermaye piyasası için ayırdıkları fonlar gerçek anlamda yatırıma dönüşmüş olur.

Böylece kişiler tüm gelirlerini, mal varlıklarını yada bakmakla yükümlü olduğu kişilerin paylarına düşen fonları sermaye piyasasında yatırıma dönüştürmeyecek, yatırımlarının başarısız olma ihtimalinde normal hayatlarına devam edebileceklerdir.

SONUÇ

Tasarruf sahipleri gelir elde etmek ve elde tuttıkları fonlara değer artışı sağlamak amacıyla yatırıma yönelmektedirler. Yatırıma yönelik her hareket ise belirli bir risk ortamında gerçekleşmektedir. Finansal yatırımcılara yönelen yatırımcılar için riskten korunmanın çaresi de portföy yaklaşımı içerisinde hareket etmektir.

Portföy, mevcut yatırım enstrümanları arasında en iyi bileşimi sağlayarak, en yüksek getiriyi elde etmek için oluşturulan finansal enstrümanlar bütünüdür. Belirli bir elde tutma süresi boyunca portföy içerisinde yer alan enstrümanları kullanarak, oluşan risk düzeylerine göre en yüksek getiriyi sağlama çabalarının toplamına ise portföy yönetimi denilmektedir.

Portföy oluşturulurken para ve sermaye enstrümanları olmak üzere iki yatırım alternatifi ile karşılaşılmaktadır. Alternatifler arasında seçim yapmak ise, tamamen yatırımcının tercihinine bağlı kalmaktadır. Tercihleri ise ekonomik, politik , sosyal gelişmeler ve kişilerin konu hakkında eğitim düzeyleri etkilemektedir. Örneğin; devlet tahvili faizlerinin çok yüksek olduğu dönemlerde elde edilecek risksiz yüksek getiri yatırımcıların portföylerinde devlet tahvillerine ağırlık verilmesine yol açmaktadır. Mevduat faizlerinde görülen hızlı artış ise fonları, bankalara kaydırmaktadır. Bu bağlamda, önemli olan para ve sermaye piyasalarındaki tüm gelişmelerin izlenerek, portföyde gerekli değişmelerin zamanında yapılması olmaktadır.

Portföy yönetimi, risk faktörünü göz ardı etmeden, enstrümanlar arasında doğru zamanda doğru seçim yaparak bir portföy oluşturmayı ve daha sonra oluşturulan portföyün çeşitli analizler yardımıyla etkin şekilde yönetilmesini içermektedir. Finansal piyasalarda ve özellikle sermaye piyasasında enstrümanların fiyatları doğru olarak oluştuğunda yeni etkin piyasa koşulları altında yatırımcılar bireysel olarak kendi portföylerini kolaylıkla yönetmektedirler. Ancak piyasada enstrümanlara ait bilgiler bütün yatırımcılara aynı düzeyde ulaşmıyorsa, yatırımcılar rasyonel davranış içinde değillerse ve alım satım maliyetleri çok yüksek ise, piyasaların etkinliğinde söz etmek mümkün olmamaktadır. Bu durumda, hisse senedi fiyatları büyük olasılıkla yanlış oluşmakta ve yatırımcıların karşılaştıkları riskler artmaktadır. Etkin olmayan bir piyasada, yatırımcı adına portföy yönetecek, portföy konusunda uzmanlaşmış kişilere başvurmak bir zorunluluk halini almaktadır. Ayrıca sermaye piyasası enstrümanları sayısındaki ve türündeki hızlı artış, piyasaları etkileyen birçok değişkenin varlığı ve bütün yatırımcıların bu değişkenleri yeterince analiz edememeleri fonların profesyonelce yönetilmesi gereğini ortaya çıkarmıştır.

01.03.1995 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği”nde aracı kuruluşların fonksiyonları repo ters repo, alım satım aracılık, halka arzda aracılık, yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği olarak belirlenmiştir. Aracı kurumlar portföy yöneticiliği adı altında küçük tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonları bir araya getirerek bu fonlarla çeşitlendirilmiş ve riski dağıtılmış portföyler oluşturarak yönetmektedirler.

Diğer yatırım kuruluşları ve bireysel yatırımcılar gibi aracı kurumlar da portföy oluşturma ve yönetim sürecinde etkinlik ve etkinliğin artırılabilmesi için birtakım stratejiler seçmekte ve uygulamaktadır. Seçilen stratejiler, amaçlara ulaşmada portföy yöneticisinin en önemli araçları olmaktadır.

Bir portföy oluşturulurken, oluşturulacak portföyün bir beklenen getirisi ve getiriye etkileyecek bir riski olduğu bilinmektedir. Getiri ve risk arasında ne yönde tercih yapılacağı ise yatırımcıya bağlı olmaktadır. Yatırımcının yüklenmek isteyeceği

risk oranı ise mali durumuna göre değişiklik göstermektedir. Yatırımcının aile yapısı, sahip olduğu varlığı, yıllık kazancı gibi kriterler üstlenilecek riski etkilemektedir.

Risk tercihinin belirlenmesi ardından portföye dahil edilecek enstrümanların seçimi söz konusu olmaktadır. Enstrümanların seçimi, alım satımların zamanlaması, portföy içindeki ağırlıkların dengelenmesi çeşitli analizler sonucunda belirlenmektedir. Bu analizler yapılırken piyasadaki genel durum, ekonomik ve politik hayatta gerçekleşen ve gerçekleşmesi olası hareketler göz önüne alınmaktadır. Analizlerin ardından oluşturulan portföyler belirli stratejilere bağlı olarak yönetilmektedir.

Çalışma içinde portföy oluşturma ve portföy yönetiminde yararlanılan ve temel özellikler taşıyan stratejilere yer verilmek istenmiştir. Çalışma içerisinde verilen akademik bilgi, konu hakkındaki tüm akademik bilginin çok küçük bir bölümünü oluşturduğu oldukça açıktır. Amaç bur da tüm akademik bilgiyi vermek değil, yatırımcının ve portföy yöneticisinin bilmesi gerektiği en az akademik bilgi düzeyidir. Bu bilgilerin yorumlanması, katlanılacak riskin ölçümü, vazgeçilebilecek sermaye miktarı ve nihayet yatırım kararının verilmesi ve bunun uygulanması kişilerin konu hakkındaki eğitimi ile mümkün olmaktadır. Ülkemizde portföy yönetimi eğitimi üniversitelerde son birkaç yıldır mevcuttur. Kişiler bu konuyla ilgili bilgilerini uygulama sırasında edinmektedir. Portföy yöneticilerinin yönettikleri portföylerin etkin olması piyasa hakkındaki tam bilgilerine bağlıdır. Tam bilgiyi edinmek, piyasadaki sinyalleri değerlendirmeye yakından ilişkilidir. Yatırımlarını kendileri yapan tasarruf sahipleri ise yatırım kararı almadan önce konuyla ilgili bilgileri edinmeli ve yorumlamasını yapabilmelidir. Bilgi edinmenin ve yorumlamanın yolları da şunlar olabilir.

İlgili üniversite eğitimi, gündemi takip etme, hizmet içi eğitim, edinilen bilgileri yorumlayabilme, veriler arasında bağlantı kurabilme, alınan kararın sonuçlarını öngörebilme ve konu hakkındaki bilgilerin sürekli olarak güncellemesidir.

K A Y N A K Ç A

AKAL, Zühal

- 1992 İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimin Çok Yönlü Performans Göstergeleri, Milli Prodüktive Merkezi Yayınları No:473, Ankara

AKBAŞ, Cengiz

- 1999 Hisse Senedi Portföy Yönetimi ve Takip Programı, Erzurum:Atatürk Üniver-Sitesi (Yayınlanmamış Yüksek Lisans tezi)

AKDEMİR, Ali

- 1994 İşletme Bilimine Giriş I, Kütahya

AKGÜÇ, Öztin

- 1994 Finansal Yönetim, İstanbul

ÖZKAYA, Özdemir

- 1997 Hizmet İçi Eğitimde Temel İlkeler ve Teknikler

AKSOY, Ahmet

- 1993 İşletme Sermayesi Yönetimi, Ankara

ALAYLIOĞLU, Ruşen, OĞUZHAN, Ferhan

- 1968 Ansiklopedik Eğitim Sözlüğü, İstanbul

ALP, Ali

- 2002 “Portföy Performansının Getiri ve Risk Dikkate Alınarak Değerlendirilmesi”
Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Y39,Sayı2

ALPUGAN, Oktay

- 1993 İşletme Ekonomisi ve Yönetimi, İstanbul

AŞIKOĞLU, Rıza

- 1993 *Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri*

Değerleme, Eskişehir

AYBARS, Ateşan

“ Portföy Yönetiminde Hisse ve Tahvilin Önemi” Yeniyüzyıl Gazetesi (12 Şubat 1995)

BEKÇIOĞLU, Selim

1985 “Markowitz Ortalama Varyans Modeli” İ.Ü. İşletme Fakültesi Muhasebe Muhasebe Enstitüsü Dergisi Y1, S39

BOLAK, Mehmet

1998 Sermaye Piyasası - Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul

BOZKURT, Ünal

1998 Menkul Kıymet Yatırımlarının Yönetimi, İstanbul

BÜKER Semih, AŞIKOĞLU R.

1993 Sermaye Piyasası, Eskişehir

BÜKER, Semih

1996 Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, İstanbul

BÜKER, Semih

1976 Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlar. Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, Eskişehir

CEYLAN, Ali, KORKMAZ T.

1993 Uygulamalı Portföy Yönetimi, Bursa

CEYLAN, Ali, KORKMAZ T.

1998 Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi, Bursa

ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol

1993 Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul

DAĞLI, Hüseyin

2000 Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi, Trabzon

DİNÇER, Ömer

1990 Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası, İstanbul

EDESSE, M. And G.A.Hamirecht

- 1980 “Scenario Forecasting:Necessity, Hot Choice” Journal of Portfio Managament, Spring,
- EKREN, Nazım; EMİRAL,Fatih
2002 “Türk bankacılık Sisteminde Etkinlik Analizi” Aktive bankacılık ve Finans Dergisi Y4, S24
- EREN, Erol
1990 “İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim”, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları İstanbul
- ERTUNA, İbrahim Özer
1991 Yatırım ve Portföy Analizi, İstanbul
- ERTÜRK, Selahattin
1972 Eğitimde Program Geliştirme, Ankara
- REILLY, Frank K.
1992 Investments, Ddxryden Press, Hinsdale
- GÜVEN, Sevil
1991 Portföy Yatırımlarında Risk Analizi, Kütahya
- GÜVEN, Sevil
1993 Risk Derecelendirilmesi ve Arçelik A.Ş. de Bir Uygulama, Eskişehir:A.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmamış Doktora Tezi Eskişehir)
- HAGIN, Robert L.
1981 Modern portfolio Handbook, E.I. Altman
- HAYDAROĞLU, Haydar
1993 “Belirli Bir Risk Seviyesinde Maksimum Gelir”, Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi. Haziran
- KARAŞİN, Gültekin
1986 *Sermaye Piyasası Analizler*,Ankara
- KARAŞİN, Gültekin
1991 Menkul Kıymetler Programları,İstanbul
- KARTAL, Ali
1992 “İşletmelerde Standart maliyetlere dayalı Verimlilik Ölçümü”,İşletme ve Dergisi Nisan

KILINÇ, Kazım

1995 2000 Soruda A'dan Z'ye Borsa, İstanbul

IŞIKLI, M.Mine

1995 Portföy Oluşturma ve Portföy Yönetiminde Etkinlik ve Etkililiğin Arttırılmasına Yönelik Alternatif Stratejiler, Kütahya Dumlupınar Üniversitesi (Yayınlanmamış Master Tezi)

MARKOWITZ, Harry

1952 "Portfolio Selection" The Journal of Finance, Mart

ÖZÇAM, Ferhat

1996 Teknik Analiz ve İMKB, SPK Yayınları, No:32

SARI, Yusuf

1995 Borsada Göstergelerle Teknik Analiz, İstanbul

ŞAHİN, Mahmut

1992 Borsada Teknik Analiz, İstanbul

ŞENSOY, Derya

1996 Hisse Senedi Portföyünün Yönetimi ve İMKB'de Bir Uygulama, İstanbul: Marmara Üniversitesi (Yayınlanmamış Doktora Tezi)

SEVİL, Güven

1991 Portföy Yatırımlarında Risk Analizi, Kütahya İ.İ.B.F. Yıllığı No:6, Kütahya

TAYMAZ, Haydar

1997 Hizmet İçi Eğitim, Ankara

TORTOP, Nuri

1990 Personel Yönetimi 137-138

YOLALAN, Reha

1993 İşletmelerarası Görelilik Ölçümü, Milli Prodüktive Merkezi Yayınları No:483, Ankara

SERMAYE PİYASASI VE BORSA TEMEL BİLGİLERİ KILAVUZU

2000