

T.C

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİMDALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Kıymetli Madenlerin Sermaye Piyasasında Fon Ve Portföy
Oluşturulmasında Kullanılması**

Ümit Asil

İstanbul, 2010

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİMDALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Kıymetli Madenlerin Sermaye Piyasasında Fon Ve Portföy
Oluşturulmasında Kullanılması**

Ümit Asil

Danışman: Doç. Dr. Erol Ulusoy

İstanbul, 2010



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Kıymetli Madenlerin Sermaye Piyasasında Fon ve Portföy Oluşturulmasında Kullanılması

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Ümit ASİL

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 11.06.2010

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Doç.Dr.Erol ULUSOY

Öye

Yrd.Doç.Dr.Murat AKBALIK

Öye

Yrd.Doç.Dr.Gülean ÇAĞIL

ÖZET

Siyasi ve ekonomik risklerin yükseldiği, faizlerin düştüğü, uluslar arası piyasalarda dalgalanmaların arttığı veya enflasyonist baskının olduğu ortamlarda akla ilk gelen yatırım aracı olan kıymetli madenlere, sermaye piyasası araçlarının çeşitliliğinin arttığı ve daha da karmaşıklaştığı günümüzde gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcıların portföylerinde yeteri kadar yer verilmemektedir. Türk halkının kıymetli madenlerden özellikle altını yatırım aracı olarak tercih ettiği bilinmekle beraber bu talep kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına beklendiği kadar yansımamış, büyük ölçüde ziynet, külçe, sikke gibi fiziki altın yatırımı olarak kalmıştır. Sermaye piyasalarının ülkemizin iktisadi kalkınmasının finansmanındaki katkısının artırılması için tasarrufların menkul kıymetlere aktarılması gerekmektedir. Halkımızın kıymetli madenleri sadece fiziki yatırım aracı olarak değil sermaye piyasası araçları dahilinde de benimsemesi kuşkusuz iktisadi kalkınmada önemli rol oynayacaktır. Kıymetli madenlerin özellikleri, ilk çağlardan beri neden tercih edildikleri, niçin değerli olduklarının yanı sıra ne tip menkul kıymetler bünyesinde hangi oranlarda bulundurulabilecekleri, yatırımcı kitlesinin yapısı, geçmiş yıllardaki getirileri, mevcut yatırım araçlarının hem teorik hem de yapısal olarak incelenmesi ile bu yolda bize ışık tutabilecek çözümlere kavuşabiliriz. Çalışanların bu konuda eğitilmesi ve bu yolla yatırımcının daha iyi bilgilendirilmesi, mali ve yapısal bir takım değişikliklerin yapılması ile insanoğlunun beklide ilk yatırım aracı olan kıymetli madenlerin sermaye piyasası araçları içerisinde daha etkin kullanılmasını sağlamak mümkün olacaktır.

Anahtar Kelimeler: Altın, Borsa Yatırım Fonu, Gümüş, Kıymetli Madenler, Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Araçları, Platin, Sermaye Piyasası, Yatırım Fonu.

ABSTRACT

Precious metals, which are the first remembered means of investment in environments where political and economical risks increase, interest rates fall, fluctuations rise in international markets or inflationist pressures exist, are not given adequate place, in our nowadays with increasing and much more complicating diversity of means of capital markets in portfolios of either individual or corporate investors. Although it is known that Turkish people prefer especially gold among precious metals as means of investment, this demand has not been reflected to means of capital markets based on precious metals in a relevant volume, but remained as physical gold investment such as jewels, gold bullion and gold coins. In order to enhance the contribution of capital markets in financing economical development of our country, savings are required to shift to securities. Adoption of precious metals not only as a physical tool of investment but also within tools of capital market will have, undoubtedly, a significant role in economical development. We can reach solutions that would possibly shine light on us by scmtinizing properties of precious metals, why they have been preferred since ancient times, why they are valuable as well in what type of securities and in which proportions they could be included, the demographics of investing masses, outcomes during past years, both theoretical and structural studies of existing tools of investment. By training professionals for this matter and better informing investors through this way, and conducting some fiscal and structural changes, we anticipate that it will be possible to ensure more efficient use of precious metals, possibly the first investment tool of human beings, among tools of capital market.

Key words: Capital Market, Exchange-Traded Fund, Gold, Investment Vehicles Based On Precious Metals, Mutual Fund, Platinum, Silver, Precious Metals.

ÖNSÖZ

On beş yılı aşkın bir süredir içerisinde bulunduğum kuyumculuk ve mücevherat sektörü ile sermaye piyasaları arasın da bağlantılı bir konuda tez yazmak istediğimde görüştüğüm İAB Piyasalar ve Takas müdürü Sn. Murat Kuzu'nun önerisi, tez danışmanım Sn. Doç. Dr. Erol Ulusoy'un yönlendirmesiyle seçtiğim “Kıymetli Madenlerin Sermaye Piyasasında Fon ve Portföy Oluşturulmasında Kullanılması” üzerine son derece keyif alarak yaptığım bir çalışma oldu. On yıl ara verdiğim öğrencilik hayatımda bu çalışmayı başarıyla tamamlayacağıma inanarak beni devamlı pozitif yönde motive eden tez danışmanım Sn. Doç. Dr. Erol Ulusoy başta olmak üzere, tez konumu seçmemde bana yardımcı olan İAB Piyasalar ve Takas müdürü Sn. Murat Kuzu'ya, kaynak sağlamamda ve ihtiyaç duyduğum bilgilere ulaşmamda yardımlarını benden esirgemeyen İAB Başkan Yardımcısı Sn. Oğuzhan Aloğlu'na, MSGSÜ İstatistik Ana Bilim Dalı Öğretim Görevlilerinden Sn. Yard. Doç. Dr. Funda Sezgin'e, Ak Portföy satış ve pazarlama uzmanı Sn. Ozan Yeniçeri'ye, Finans Portföy'den portföy yöneticisi Sn. Çiğdem Elçi Duransel ve Pınar İnanır'a, TEB Portföy yönetiminden Sn. Feryal Kaplan ve Murathan Karazlı'ya, İAB Baş Hukuk Müşaviri Sn. Ayşe Özyılmaz'a, Kuveyt Türk Katılım Bankası'ndan bireysel bankacılık ürün geliştirme müdürü Sn. Seda Yılmaz'a, İAB'dan Sn. Murat Güvenç'e teşekkür ederim. Bu çalışmamı tezi yazdığım dönemde kaybettiğim benim için çok değerli üç güzel insana ithaf ediyorum. Doğduğum günden son dakikasına kadar bana maddi manevi hep destek olan sevgili amcam Sait Asil'e, sevgili halam Nebihe Hamur'a ve sevgili ağabeyim Abbas Bilici'ye...

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖZET	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLO LİSTESİ	ix
GRAFİK VE ŞEKİL LİSTESİ	xii
KISALTMA LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1

1. BÖLÜM

KIYMETLİ MADENLER

1.1 Altın	3
1.1.2 Dünya Altın Piyasasında Arz ve Talep	5
1.1.2.1 Altın Piyasasında Arz	6
1.1.2.2 Altın Piyasasında Talep	11
1.1.3 Dünya Altın Piyasalarında Fiyatın Oluşumu	16
1.2 Gümüş	19
1.2.1 Dünya Gümüş Piyasasında Arz ve Talep	21
1.2.1.1 Gümüş Piyasasında Arz	21
1.2.1.2 Gümüş Piyasasında Talep	22
1.2.2 Dünya Gümüş Piyasasında Fiyat Oluşumu	22
1.3 Platin Sınıfı Madenler	23
1.3.1 Platin	24
1.3.1.1 Dünya Platin Piyasasında Arz ve Talep	26
1.3.1.2 Dünya Platin Piyasasında Fiyat Oluşumu	27
1.3.2 Paladyum	29
1.3.3 Rodyum	31
1.3.4 Osmiyum	31
1.3.5 İridyum	32
1.3.6 Rutenyum	32
1.4 Bazı Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri	33

2. BÖLÜM

KIYMETLİ MADENLERE DAYALI YATIRIM ARAÇLARI

2.1 Sermaye Piyasası Ve Menkul Kıymet Kavramı	35
2.2 Hisse Senetleri	38
2.2.1 Hisse Senetlerinin Tanımı ve Niteliği.....	39
2.2.2 Hisse Senetlerinin Ekonomik İşlevleri.....	40
2.2.3 Hisse Senetlerinin Sahibine Sağladığı Haklar	41
2.2.3.1. Kar Payı Alma Hakkı	41
2.2.3.2 Rüçhan Hakkı	42
2.2.4 Hisse Senedi Piyasasının İşleyişi	43
2.2.5 Hisse Senedi Türleri.....	44
2.2.5.1 Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri	44
2.2.5.2 Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri.....	44
2.2.5.3 Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	46
2.2.5.4 Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	46
2.2.5.5 Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri.....	46
2.2.6 Hisse Senedi Değer Tanımlamaları	47
2.2.6.1 Defter Değeri	47
2.2.6.2 Nominal Değeri	47
2.2.6.3 İşleyen Teşebbüs Değeri.....	48
2.2.6.4 Tasfiye Değeri	49
2.2.7 Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri	49
2.3 Yatırım Fonları	53
2.3.1 Yatırım Fonlarının Tanımı	53
2.3.2 Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması.....	54
2.3.2.1 Pay Sahipliğinin Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları.....	54
2.3.2.1.1 Açık Uçlu Yatırım Fonları.....	54
2.3.2.1.2 Kapalı Uçlu Yatırım Fonları.....	55
2.3.2.2 Portföy Yapılarına ve Hedeflerine Göre Yatırım Fonları..	56
2.3.2.3 Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Yatırım Fonları	59
2.3.2.3.1 A Tipi Yatırım Fonları.....	59
2.3.2.3.2 B Tipi Yatırım Fonları.....	59
2.3.2.4 Borsa Yatırım Fonları.....	60
2.3.2.4.1 Borsa Yatırım Fonlarının Tanımı ve Niteliği	60
2.3.2.4.2 BYF'lerin Alternatif Yatırım Araçları İle Karşılaştırılması	60
2.3.3 Yatırım Fonlarının Kuruluşu ve Faaliyet Şartları	63
2.3.4 Fon Kurma Yetkisi Olan Kuruluşlar	66
2.3.5 Yatırım Fonlarının Değerleme Tanımlamaları	67
2.3.6 Yatırım Fonlarının Sona Ermesi	68

2.3.7 Kıymetli Maden İçeren Yatırım Fonları	68
2.4. Bonolar	72
2.4.1 Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar	75
2.4.2 Finansman Bonoları	76
2.4.3 Kıymetli Maden Bonoları	77
2.5. Kıymetli Maden Sertifikaları	81
2.6. Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri	88
2.6.1 Forward Sözleşmeler	89
2.6.2 Forward İşlem Çeşitleri.....	91
2.6.2.1 Döviz Forward İşlemleri.....	91
2.6.2.2 Faiz Forward İşlemleri	93
2.6.3 Future Sözleşmeler.....	93
2.6.4 Future İşlem Çeşitleri.....	95
2.6.4.1 Faiz Futures Sözleşmeleri.....	95
2.6.4.2 Döviz Futures İşlemleri	96
2.6.5 Future İşlemlerin Fonksiyonları.....	97
2.6.5.1 Future İşlemlerin Ekonomik Fonksiyonları.....	97
2.6.5.1.1 Piyasada Fiyat Oluşumunu Sağlama Fonksiyonu	97
2.6.5.1.2 Riskten Korunma ve Risk Transferi Sağlama Fonksiyonu	97
2.6.5.1.3 Piyasada Oluşabilecek Tekelci Yaklaşımları Kırma ve Piyasa Etkinliği Sağlama Fonksiyonu	98
2.6.5.1.4 Yatırımcılara Bilgi Sunma Fonksiyonu	99
2.6.5.2 Future İşlemlerin Siyasi Fonksiyonları	99
2.6.5.2.1 Kaynakları Ülkeye Yönlendirme Fonksiyonu	99
2.6.5.2.2 Uluslararası Siyasi Alanda Prestij Sağlama Fonksiyonu ..	100
2.6.6 Opsiyon Sözleşmeleri	100
2.6.7 Opsiyon Çeşitleri	102
2.6.7.1 Haklar Açısından Opsiyon Türleri	102
2.6.7.2 Opsiyonun Üzerine Yazıldığı Varlığa Göre Opsiyon Türleri	103
2.6.7.3 İşlem Gördükleri Piyasalar Açısından Opsiyon Türleri	103
2.6.7.4 Opsiyonun Uygulama Fiyatının Opsiyonun Üzerine Yazıldığı Varlığın Opsiyonun Satış Anındaki Cari Fiyatı ile Karşılaştırılmasının bir Sonucu Olarak Opsiyon Türleri	103
2.6.8. Opsiyon Alım Stratejileri	104
2.6.8.1 Fiyat Bazlı Dikey Yayılma Stratejileri	104
2.6.8.2 Pergel Stratejisi	105
2.6.8.3 Çanak Stratejisi	105
2.6.8.4 Kelebek Stratejisi	105
2.6.8.5 Çit Stratejisi	106
2.6.8.6 Sentetik Pozisyonlar	107
2.6.9 Kıymetli Maden İçeren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları	107

2.7. 2009 Yılı İçin Geçerli Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesi	110
--	-----

3.BÖLÜM

DÜNYA VE TÜRKİYE PİYASALARINDA KIYMETLİ MADENE DAYALI YATIRIM ARAÇLARI

3.1 Külçe ve Sikke	112
3.2 Kıymetli Maden Piyasaları	116
3.2.1 Dünya Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden Sertifikaları	116
3.2.2 Türkiye Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden Sertifikaları	118
3.3 Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri	119
3.3.1 Dünyada Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri	119
3.3.2 Türkiye’de Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri	123
3.4 Kıymetli Madene Dayalı Yatırım Fonları	124
3.4.1 Dünya Sermaye Piyasalarında Kıymetli Madene Dayalı Yatırım Fonları	124
3.4.2 Türkiye Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden İçeren Yatırım Fonları	136
3.5 Dünya Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden Bonoları	160
3.6 Türkiye Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden Bonoları	161
3.7 Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları	162
3.7.1 Dünya Sermaye Piyasalarında Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları	162
3.7.2 Türkiye Sermaye Piyasalarında Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları	165
3.8. Altın Bankacılığı	170
3.8.1. Türkiye’de Altın Bankacılığı	170
3.9. Dünyadaki Ve Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Karşılaştırması	181

4.BÖLÜM

KIYMETLİ MADENLERİN DİĞER YATIRIM ARAÇLARI İLE PORTFÖY OLUŞTURMASI ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

4.1. Portföy Belirleme Ve Yönetme Temel Kavramlar	184
4.1.1. Portföy Kavramı	187
4.1.2. Portföy Yönetimi Kavramı	188
4.2. Portföy Çeşitleri	190
4.2.1. Tamamı Tahvillerden Oluşan Portföyler	192
4.2.2. Tamamı Hisse Senetlerinden Oluşan Portföyler	192
4.2.3. Hisse Senedi ve Tahvillerden Oluşan Portföyler	192

4.2.4. Diğer Yatırım Araçlarından Oluşan Portföyler	193
4.3. Portföy Yönetimi Yaklaşımları	193
4.3.1. Geleneksel Portföy Yaklaşımı	193
4.3.1.1. Portföye Alınabilecek Menkul Kıymetlerin Seçimi	195
4.3.1.2. Geleneksel Portföy Yaklaşımında Portföy Çeşitlendirmesi	196
4.3.1.2.1. Yalın Çeşitlendirme	196
4.3.1.2.2. Endüstrilere Göre Çeşitlendirme	197
4.3.2. Modern Portföy Yaklaşımı	197
4.3.2.1. Modern Portföy Yaklaşımının Varsayımları	199
4.3.2.2. Modern Portföy Yaklaşımının Temelleri	200
4.3.2.2.1. Portföy Getirisinin Belirsizliği	201
4.3.2.2.2. Menkul Kıymet Getirileri Arasındaki İlişki	201
4.4. Optimal Portföy Oluşturulmasında Önemli Noktalar	202
4.5. Uygulama	204
4.5.1. Konno ve Yamazaki (K-Y) Modeli	205
4.5.2. Bulgular ve Yorum	207
SONUÇ	216
EKLER	219
KAYNAKÇA	232

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1.1: Altının Nitelikleri	4
Tablo 1.2: 2002-2009 Yılları Arasındaki Altın Talebine Ait Veriler	6
Tablo 1.3: 2002-2009 Yılları Arasındaki Altın Arzına Ait Veriler	6
Tablo 1.4: Türkiye’de Altın Üretimi.....	8
Tablo 1.5: Dünya Altın Üretiminde İlk 5 Ülke	8
Tablo 1.6: Dünya Altın Tüketiminde İlk 5 Ülke	9
Tablo 1.7: Altın Fiyatı Oluşumunun Ekonomik ve Siyasi Göstergelere Göre Tepkisi	19
Tablo 1.8: Gümüşün Nitelikleri	20
Tablo 1.9: Platinin Nitelikleri	25
Tablo 3.1: Rand Rafineri Ltd. Şirketinin dünya çapında altın külçe üretimi, saflık ve ağırlık birimleri	114
Tablo 3.2: Londra Kıymetli Maden Külçe Piyasasında İşlem Görebilen Külçelerin Özellikleri	115
Tablo 3.3: Pert Altın Madeni Altın Miktarları	117
Tablo 3.4: Altın, Gümüş ve Platin Madenciliği Yapan Şirketlerin Hisse Senetlerine Ait Muhafazakâr Portföy	120
Tablo 3.5: Altın, Gümüş ve Platin Madenciliği Yapan Şirketlerin Hisse Senetlerine Ait Dengeli Portföy	121
Tablo 3.6: Altın, Gümüş ve Platin Madenciliği Yapan Şirketlerin Hisse Senetlerine Ait Riskli Portföy	122
Tablo 3.7: Kıymetli Madenlere Dayalı Borsa Yatırım Fonlarına Ait Bilgiler	125
Tablo 3.8: Rydex Yatırım Fonları Sınıflandırmaları	126
Tablo 3.9: Rydex Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu Fon İçeriği	127
Tablo 3.10: Tocqueville Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu Portföy Bilgileri	128
Tablo 3.11: Tocqueville Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İçeriği	129
Tablo 3.12: Vanguard Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Portföy Bilgileri	130
Tablo 3.13: Vanguard Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İçeriği	131
Tablo 3.14: ProFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Portföy Bilgileri	132
Tablo 3.15: ProFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İçeriği	132
Tablo 3.16: Midas Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Portföy Bilgileri	133
Tablo 3.17: Midas Kıymetli Madenler yatırım Fonu Fon İçeriği	134

Tablo 3.18: UsFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Portföy Bilgileri	134
Tablo 3.19: UsFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İçeriği	135
Tablo 3.20: Dünyada Başlıca Kıymetli Maden İçeren Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması	136
Tablo 3.21: Akbank B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri	139
Tablo 3.22: Akbank B Tipi Altın Fonu Bilançosu	140
Tablo 3.23: Garanti Bankası B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri	142
Tablo 3.24: Garanti Bankası B Tipi Altın Fonu Bilançosu	144
Tablo 3.25: Hsbc Bank B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri	146
Tablo 3.26: Şeker Yatırım B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri	148
Tablo 3.27: TEB B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri	150
Tablo 3.28: TEB B Tipi Altın Fonu Bilançosu	151
Tablo 3.29: Vakıflar Bankası B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri	153
Tablo 3.30: Vakıflar Bankası B Tipi Altın Fonu Bilançosu	154
Tablo 3.31: Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonu Portföy Bilgileri	156
Tablo 3.32: Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonu Bilançosu	158
Tablo 3.33: Türkiye'deki B Tipi ve B.Y.F. Karşılaştırması	159
Tablo 3.34: Dünyadaki Başlıca Vadeli İşlem Borsaları ve Kontrat Hacimleri	164
Tablo 3.35: Dünyadaki Başlıca Vadeli İşlem Borsaları Seans Saatleri	165
Tablo 3.36: İzmir VOB Üye Kuruluşlar	166
Tablo 3.37: VOB Vadeli Altın Sözleşmesi	168
Tablo 3.38: VOB Sözleşme Türleri ve Miktarları	169
Tablo 3.39: Altına Altın Kazandıran Hesap Bilgileri	179
Tablo 3.40: Altına Endeksli Mevduat İşlem Kriterleri	180
Tablo 3.41: Bankaların B Tipi Altın Fonu giderleri	182
Tablo 3.42: Altın Fonu Yatırım Karşılaştırması	183
Tablo 4.1: Finanssal Piyasalarda Kullanılan Yatırım Araçları	191
Tablo 4.2: İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün (Temmuz 99 – Aralık 2009 dönemi) Aylık %1 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı	209
Tablo 4.3: Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %2 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı ...	209
Tablo 4.4: Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %3 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı ...	210

Tablo 4.5: Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Optimal Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı	211
Tablo 4.6: Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %1 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı	211
Tablo 4.7: Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %2 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı	212
Tablo 4.8: Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %3 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı	212
Tablo 4.9: Ocak 2005 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %1 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı ...	213
Tablo 4.10: Ocak 2005 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %2 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı ...	213
Tablo 4.11: Ocak 2005 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %2.1 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı	214
Tablo 4.12: Ocak 2005 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Optimal Getiri (%1.42) Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı	215

GRAFİK VE ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 1.1: Altın Üretim Yüzdeleri	9
Grafik 1.2: Altın Üreticisi Şirketler	10
Grafik 1.3: Altın Arzı	11
Grafik 1.4: Altının Talep Alanları	12
Şekil 1.1: Altının Piyasada Dolaşımı	15
Grafik 1.5: Altın Fiyatının Enflasyon Oranlarına Göre Değişimi	18
Grafik 1.6: Gümüş Fiyatının Enflasyon Oranlarına Göre Değişimi	23
Grafik 1.7: Bazı Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri	33
Şekil 2.1: Kıymetli Madenler Yatırım Fonlarının Dolaşımı	71
Şekil 2.2: Kıymetli Maden Bonolarının Dolaşımı	81
Şekil 2.3: Bir Dönem ABD’de Tedavülde Olan Altın ve Gümüş Sertifikaları İle Standart Dolar Banknotları Arasındaki Farklara Görsel Örnekler	84
Grafik 3.1: Sikke Basımında Kullanılan Altın Miktarları	113

KISALTMA LİSTESİ

ABD	AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ
AG	GÜMÜŞ
AMEX	AMERICAN STOCK EXCHANGE
AŞ	ANONİM ŞİRKET
ATO	ANKARA TİCARET ODASI
AU	ALTIN
BAE	BİRLEŞİK ARAP EMİRLİKLERİ
BYF	BORSA YATIRIM FONU
CM	SANTİMETRE
DİBS	DEVLET İÇ BORÇLANMA SENETLERİ
ETF	EXCHANGE – TRADED FUND (BORSA YATIRIM FONU)
FVİS	FAİZ FUTURE SÖZLEŞMESİ
FVİS	FUTURE FAİZ İŞLEM SÖZLEŞMESİ
GR	GRAM
GVK	GELİR VERGİSİ KANUNU
HM	HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI
IR	İRİDYUM
İAB	İSTANBUL ALTIN BORSASI
İDMMİB	İSTANBUL DEĞERLİ MADEN VE MÜCEVHERAT İHRACATÇILARI BİRLİĞİ
İMF	ULUSLAR ARASI PARA FONU
İMKB	İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI
İTO	İSTANBUL TİCARET ODASI
KDV	KATMA DEĞER VERGİSİ
K-Y	KONNO-YAMAZAKİ MODELİ
LBMA	LONDRA KÜLÇE PİYASASI BİRLİĞİ
LIBID	LONDRA BANKALAR ARASI ALIŞ ORANI
LIBOR	LONDRA BANKALAR ARASI SATIŞ ORANI

MAX	MAXIMUM
MİN	MİNİMUM
MKYO	MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI
MÖ	MİLATTAN ÖNCE
MSGSÜ	MİMAR SİNAN GÜZEL SANATLAR ÜNİVERSİTESİ
OPEC	PETROL İHRAÇ EDEN ÜLKELER ÖRGÜTÜ
OS	OSMİYUM
OVM	ORTALAMA VARYANS MODELİ
ÖTV	ÖZEL TÜKETİM VERGİSİ
PT	PLATİN
RH	RODYUM
RU	RUTENYUM
SPDR	STANDARD & POOR'S DEPOSITARY RECEIPT
SPK	SERMAYE PİYASASI KURUMU
TBMM	TÜRKİYE BÜYÜK MİLLET MECLİSİ
TC	TÜRKİYE CUMHURİYETİ
TCMB	TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI
TEB	TÜRK EKONOMİ BANKASI
TL	TÜRK LİRASI
TTK	TÜRK TİCARET KANUNU
USD	AMERİKAN DOLARI
VİS	VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ
VOB	VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI
XAU	BİR GRAM 995/1000 SAFLIKTA ALTIN

GİRİŞ

Kıymetli madenlere yatırım yapılması denildiğinde akla ilk gelen; külçe, sikke, ziyinet yolu ile fiziki yatırımdır. Halbuki kıymetli madenler, sermaye piyasası araçlarında da etkin olarak kullanılıp finansal sistemin derinleşmesinde, çeşitliliğin artmasında önemli rol oynayabilir. Halk dilinde “yastık altı” olarak da tabir edilen finansal sisteme dahil olmamış tasarruflar sermaye piyasası araçları vasıtası ile finansal sisteme dahil olup ülke kalkınmasına katkı sağlayabilir. Türk halkının altın ve kıymetli madenlere olan ilgisi, Türk kuyumculuk sektörünün dünyada üretim kapasitesi olarak İtalya’nın ardından ikinci sıraya kadar yükselmiş olması gibi faktörlerinden dolayı İstanbul Altın Borsası’nın Temmuz 1995’de resmi olarak faaliyete geçmesi ile ülkemizin dünyada sayılı kıymetli maden piyasalarından biri olacağı düşünülmüştü. Bu beklentinin kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarının çeşitliliğinin, derinliliğinin artması, yurtiçi veya yurtdışı, bireysel ve kurumsal yatırımcılardan talep gelmesi ile gerçekleşeceği açıktır.

Finansal sistem içerisinde daha etkin kullanılabilen kıymetli madenleri daha iyi tanıyabilmek için çalışmanın birinci bölümünde genel olarak kıymetli madenlerin fiziki ve karakteristik özellikleri, tarihsel gelişimleri, endüstriyel kullanım ve madencilik faaliyetlerinin de dahil olduğu arz ve talep yönlerinden kısaca bahis edilmiştir. Altın, gümüş ve platin üzerine daha ayrıntılı bilgi verilirken daha az tanınan ve kullanılan paladyum, rodyum, osmiyum, iridyum ve rutenyum hakkında kısa ve genel bilgilere yer verilmiştir.

İkinci bölümde ise sermaye piyasalarında kullanılan direkt veya dolaylı olarak kıymetli madenlere dayalı yatırım araçlarının teorik olarak açıklaması yapılmıştır. Hisse senedi, yatırım fonu, borsa yatırım fonu, bono, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, kıymetli maden sertifikaları hakkında genel bilgiler verilmiş olup üçüncü bölümde ele alınacak örneklemeler içinde bir altyapı oluşturulmuştur.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise kıymetli madenlere dayalı yatırım araçları yurtiçinden ve yurt dışından örneklemelerle çeşitli veri ve rakamlar ışığında

karşılaştırılmıştır. Ülkemizdeki yatırım araçlarını yurt dışındaki benzerleriyle çeşitlilik, net aktif değeri, yatırım tutarı gibi datalarla kıyaslamak kuşkusuz kıymetli madenlerin sermaye piyasalarında yatırım aracı olarak kullanabilmek adına yapılabilecek uygulamaları ortaya koymamızda somut katkı sağlayacaktır.

Dördüncü bölümde ise kıymetli madenlerden altın ve gümüşü diğer yatırım araçlarıyla beraber son beş ve on yıllık istatistiklere göre çeşitli getiri beklentileri doğrultusunda yüzde kaç nispetinde portföylerde bulundurmanız gerektiğini Konno-Yamazaki yöntemi ile belirlemeye çalıştık. Ortaya çıkan sonuçların nedenleri yorumlanıp oluşturacağımız portföylerde hangi oranlarda kıymetli madenlere yer vermemiz gerektiği açıklanamaya çalışılmıştır.

Sonuç kısmında ise kıymetli madene fiziki yatırım yerine sermaye piyasası araçları vasıtası ile yapılan yatırımları arttırmak, kıymetli maden yatırımcısının profilini, düşünce ve çekincelerini de göz önüne alarak bu kitleye altın, gümüş ve platin grubu madenlere sermaye piyasası araçları üzerinden yatırım yapmalarını sağlamak için tatbik edilebilecek uygulamalar belirtilmiş, portföylerde optimum risk getiri düzeyinde diğer yatırım araçlarıyla beraber yüzde kaç nispetinde kıymetli madenlere yer verilmesi gerektiği açıklanmıştır.

1. BÖLÜM

KIYMETLİ MADENLER

1.1 Altın

Latince Aurum (Au) olarak adlandırılan altın kimyada **Au** sembolü ile gösterilen yumuşak, parlak sarı renkte metalik bir elementtir. Parlak sarı rengi, asitlere karşı dayanıklılığı, doğada serbest halde bulunabilmesi ve kolay işlenebilmesi gibi özellikleri ile insanların ilkçağlardan beri ilgisini çeken altın ışıltısıyla da göz alan çok ağır bir metaldir. Üstelik kolay kolay tepkimeye girmeyen çok kararlı bir element olduğu için havadan ve sudan etkilenmez. Bu yüzden hiçbir zaman paslanmaz, kararmaz ve donuklaşmaz. Altın bütün bu özellikleriyle tarih boyunca en kıymetli metallerden biri sayılmıştır¹.

• Karakteristik Özellikleri

Altın saf olduğunda 19.32 gr/cm^3 özgül ağırlığı ile Osmiyum, İridyum, Platin, Rhenium ve Plütonyum'dan sonra altıncı ağır metaldir. Bu yoğunluğu onun en küçük alanlarda dahi saklanabilmesine imkân sağlar. Saf altın ve diğer kimyevi bileşikleri, sadece 1 ölçü nitrik asit (kezzap) ile 3 ölçü hidroklorik asidin (tuz ruhu) bileşiminden oluşan Kral Suyu (Axua Regia) olarak da bilinen karışımdan etkilenir. Ayrıca altın; oksijen, kükürt, klor, brom ve flor gibi kuru halojenlerle de tepkimeye girmeyen bir soy metaldir².

Bugüne kadar çıkarılmış olan yaklaşık 100.000 tondan fazla altın her kenarı 17 metre uzunluğundaki küp şeklinde bir hacme sığdırılabilir. 1063 °C lik yüksek ergime ısısı ve oksijene olan direnci onu zarar verilemez bir maden haline getirmiştir. Metaller içerisinde en kolay işlenebilenidir. Milimetrenin milyonda biri kalınlığa kadar dövülebilir ve 10 gram altın ile 11 m^2 'lik bir alan kaplanabilir. Bu incelikteki varak

¹ Altın, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Altın> (01.08.2009), s.1.

² Adil Ayter, **Kuyumculuk Meslek Bilgisi ve Mücevherat Sanatı**, İstanbul: Atasay Kuyumculuk San. Tic. Ltd.& Asgold Kuyumculuk San. ve Tic. A.Ş. Yayınları, 1996, s. 36.

olarak adlandırılan zar altınlar yeşil ışığı geçirebilmektedir. Bir ons altın 35 mil uzunluğunda tel haline getirilebilir. Olağanüstü bir elektrik iletme özelliğine sahiptir³.

Tablo 1.1’ de altının nitelikleri yer almaktadır. Altın diğer metallerin çoğu ile kolayca alaşım oluşturur. Bu alaşımlar sertliği artırmak ya da değişik renkler yaratmak için kullanılabilir. Altına bakır ilavesi daha kırmızı bir metal oluştururken, demir mavi, alüminyum mor, platin sınıfı madenler beyaz ve gümüş alaşımları ile beraber doğal bizmut ilavesi de siyah altın oluşturur. Doğal altın genellikle %8 – 10 arasında gümüş içerir, ancak gümüş içeriği % 20’nin üzerinde olan altın alaşımları da elektrom olarak adlandırılır. Gümüşün miktarı arttıkça altın alaşımın rengi beyazlaşır ve özgül ağırlığı azalır⁴.

Tablo 1.1
Altının Nitelikleri

	Altın
Ergime Noktası	1063 °C
Özgül Ağırlığı	19.3 g/cm ³
Sertlik	26 MPa
Dayanıklılık	11.9 kg/m ²
Esneklik	42 %

Kaynak: *Altın*, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Altın> (01.08.2009), s:1

- **Tarihçesi**

Dünya altın tarihinde en eski altın bulgularına Mezopotamya ve Anadolu topraklarında rastlanmaktadır. Dünyanın çeşitli yerlerinde ve tarihin çeşitli dönemlerinde altın üretilmiştir. Bunun yanı sıra Antik Dönemlerde Hititler, Truvalılar, Mısırlılar, Lidyalılar, Romalılar, Aztekler, Mayalar, İnkalar, Bizanslılar, Asya ülkeleri gibi pek çok topluluklar altını çıkarıp işlemişlerdir. XV. yüzyıldan itibaren Afrika, Kuzey Amerika ve Güney Amerika’da büyük altın yataklarının bulunması altın

³ Veysi Seviğ, **Altın Ticaretinde ve İşletmeciliğinde Uyulması Gereken Kurallar**, World Gold Council, Araştırma No: 2, 1994, s.8.

⁴ Murat Güvenç, **Altın Piyasasında Arz-Talep ve Aktörler**, İstanbul Altın Borsası Yayınları, Mart 2006, s.5.

üretimine artmasına neden olmuştur. Altının Anadolu topraklarında bulunuşunun hikâyesi M.Ö. 4000’li yılların sonu ve M.Ö 3000’li yılların başlarında, Eski Tunç Çağı Dönemine uzanmaktadır. Anadolu’da altın kullanımını ilk yıllardan Lidyalılara kadar olan dönem içerisinde sadece takı amaçlı iken Lidyalılar tarafından doğal altın-gümüş karışımından yapılmış ve üzerinde kraliyet armasının bulunduğu aslan başı sikkelerin basılmasıyla dünya ekonomisinin boyutları bir daha geri dönülemeyecek bir biçimde değişmiştir. O güne kadar ticaretteki değiş-tokuş ekonomisi değer ekonomisine dönüşmüştür. Bu sadece altın adına değil dünya ekonomisi adına da bir milattır. Daha sonraki dönemlerden günümüze kadar Persler, Helenler, Romalılar, Bizanslılar, daha sonra Selçuklu ve Osmanlı dönemlerinde altın zaman zaman Anadolu topraklarında hem üretilip ihraç edilmiş hem de ithal edilmiştir⁵.

1.1.2 Dünya Altın Piyasasında Arz ve Talep

Kıymetli bir maden ve dayanıklı bir emtia olan altın uzun süre depolanabilir. Tüm dünyada enflasyona karşı bir koruma vasıtası olan altın fiyatı tüketici fiyat endeksine bağlı olarak değişim göstermektedir. Altın aynı zamanda bir yatırım aracı olarak, mücevher şeklinde bir mal olarak, bir parasal varlık; bir emtia ve bir harcama aracı olarak kullanılmaktadır⁶.

Aşağıdaki tablolarda altın arz ve talebine ait 2002-2009 yılları arasındaki veriler yer almaktadır.

⁵ Prentiss S. De Jesus, **The Development of Prehistoric Mining and Metallurgy in Anatolia Part 1 & Part 2**, Oxford: BAR International Series, 1980, s.43.

⁶ Güvenç, **a.g.e.**, s.10.

Tablo 1.2
2002-2009 Yılları Arasındaki Altın Talebine Ait Veriler

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009/09
İmalat	3,040	2,909	3,024	3,138	2,742	2,866	2,621	1,508
Mücevher	2,680	2,524	2,613	2,709	2,284	2,404	2,186	1,234
Endüstri ve dışılık	360	385	411	429	458	462	435	274
Külçe ve sikke cinsinden perakende yatırım	373	314	397	412	413	446	649	317
Diğer perakende yatırım	-	-	-57	-24	-28	-14	213	181
Borsa yatırım fonları ve benzeri	-	-	133	208	260	253	321	563
TOPLAM ALTIN TALEBİ	3,413	3,223	3,497	3,734	3,386	3,552	3,805	2,569

Kaynak: Ayhan Topcu, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ocak 2010, s.7

1.1.2.1 Altın Piyasasında Arz

Altın piyasasında arz olarak; altın madenciliği, hurda altının geri dönüşümü ve gerek resmi makamların gerekse yatırımcıların yaptığı satışı gösterebiliriz. Bu bölümde ilk iki madde ele alınacaktır.

Tablo 1.3
2002-2009 Yılları Arasındaki Altın Arzına Ait Veriler

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009/09
Madenden çıkarılan altın	2,590	2,600	2,469	2,522	2,473	2,478	2,415	1,886
Üreticinin hedging işlemleri	-423	-279	-427	-86	-373	-444	-351	-137
Toplam maden arzı	2,167	2,320	2,042	2,436	2,100	2,034	2,064	1,749
Resmi kurumların satışları	545	617	470	659	352	484	236	42
Hurda altın	836	944	849	888	1,104	958	1,209	1,166
TOPLAM ALTIN ARZI	3,549	3,882	3,361	3,983	3,557	3,475	3,508	2,957

Kaynak: Ayhan Topcu, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ocak 2010, s.6

- **Altın Madenciliği**

M.Ö. 4000 yılından bu yana 100 bin tonu aşkın altın çıkarıldığı, bunun yaklaşık 40 bin tonunun resmi rezervlere ve dolaşımdaki altın paralara, 30 bin tonunun altın mücevherata ve 26 bin tonunun ise özel yatırımlara dağıldığı hesap edilmektedir. Çıkarılan altın miktarının yaklaşık 4 bin ton kadarının da kayıp olduğu tahmin edilmektedir. Dünya altın arzını en önemli kaynaklarının başında şüphesiz maden üretimi gelmektedir 18. yüzyılın başında Brezilya’da Minas Gerais madenlerinin keşfi ve 1744’ten itibaren Sibiryada altın madenlerinin değerlendirilmeye başlanması ile dünya toplam altın üretimi, önceki yüzyıla göre yaklaşık iki kat artmıştır. 1849’da Kaliforniya altın madenlerinin keşfi, 1851’de Avustralya altın yataklarının bulunması, 1866’da ise Güney Afrika Witwatersrand madenlerinin keşfi ile dünya altın arzı 80 bin tona ulaşmıştır. 1850 yılına kadar sadece 10 bin ton altın elde edilmişken, daha sonraki 150 yıllık dönemde bu rakam 80 bin tona ulaşmıştır. Bu rakam yılda yaklaşık 600 ton altın üretildiğini göstermektedir. Gerek altın çıkarma tekniklerinin gelişmesi, gerekse 19. yüzyılda Güney Afrika’da geniş altın yataklarının keşfedilmesi ile altın arzı son 150 yılda hızla artmıştır⁷.

XX. yüzyıl başlarında altın üretimi 450 ton/yıl civarındaydı. Bu oran XX. yüzyıl sonlarında 2500 ton/yıl oranlarına ulaşmıştır. Dünya altın üretimi 1980–1992 yılları arasında iki katına varan oranda artmıştır. Aşağıdaki şekillerde altın üretim yüzdeleri, altın üretimi ve üretici şirketler görülmektedir. Altın fiyatının yüksekliği, dünyanın her yerinde giderek daha düşük tenorlu, yani düşük oranlarda altın içeren altın yataklarının da aranması çalışmalarını hızlandırmıştır. Bulunan yataklardan bazılarının düşük tenorlu fakat büyük rezervli olmaları sonucu, bunlar düşük maliyetle büyük boyutlarda açık işletme yöntemi ile üretilen cevherden siyanürle yoğun yıkama yöntemi kullanılarak altın elde edilebilmektedir⁸.

Türkiye’deki altın madenciliği son on yılda hızla büyümektedir. 2001 yılından 2009 yılına kadar Türkiye’de çıkarılan altın miktarı on misliden fazla artmıştır. Yıllara göre Türkiye’deki üretim miktarlarını aşağıdaki tabloda bulabilirsiniz.

⁷ **Dünya Gazetesi**, “Dünya Altın Üretimi Azalıyor”, 3.10.1996, s. 5.

⁸ Anthony Neuberger, **Gold Derivatives The Market Impact**, London Business School Report For The World Gold Council, May 2001, s. 15.

Tablo 1.4

Türkiye’de Altın Üretimi

YIL	MİKTAR (TON)
2001	1,4
2002	4,3
2003	5,4
2004	5
2005	5
2006	8
2007	10
2008	11
2009	15

Kaynak: <http://www.bugun.com.tr/haber-detay/92661-iste-turkiye-nin-altin-rezervi-haberi.aspx>
(13.02.2010)

Yıllık üretimin son on yılda on misli artarak 15 tona ulaşmış olması dahi Türkiye’nin ihtiyacının sadece %6’sını karşılamaktadır. Aşağıdaki tablo 1.5 ve 1.6’da 2009 yılı altın üretimi ve tüketimindeki ilk beş ülkeyi gözlemleyebiliriz.

Tablo 1.5

Dünya Üretiminde İlk Beş Ülke

ÜRETİM	TON
ÇİN	295
GÜNEY AFRİKA	250
ABD	230
AVUSTRALYA	225
RUSYA	165

Kaynak: <http://www.bugun.com.tr/haber-detay/92661-iste-turkiye-nin-altin-rezervi-haberi.aspx>
(13.02.2010)

Tablo 1.6

Dünya Altın Tüketiminde İlk Beş Ülke

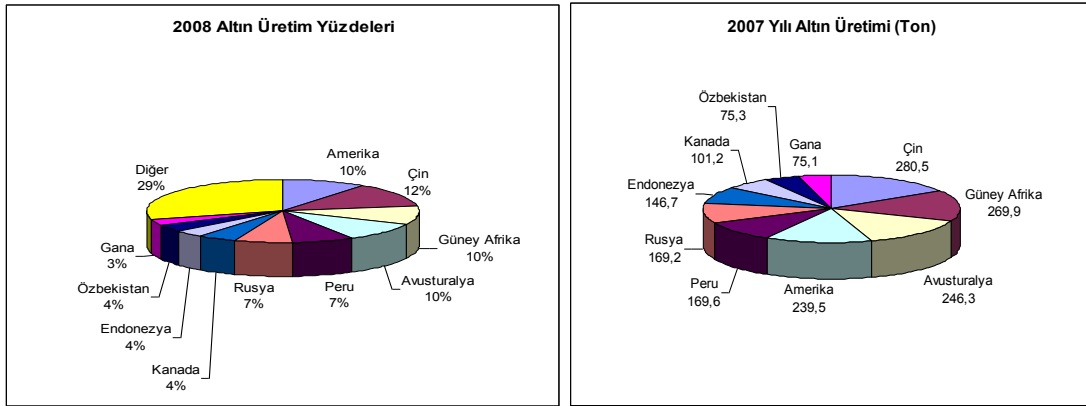
TÜKETİM	TON
HİNDİSTAN	773
ÇİN	689
ABD	278
TÜRKİYE	249
S.ARABİSTAN	129

Kaynak: <http://www.bugun.com.tr/haber-detay/92661-iste-turkiye-nin-altin-rezervi-haberi.aspx>
(13.02.2010)

Tablolardan açıkça görüldüğü üzere Türkiye'nin yıllık altın ihtiyacını kapatması için yaklaşık 234 ton altın ithal etmesi gerekmektedir. Uzmanların tahmini Türkiye'nin yer altında 6500 ton, yastık altında ise 5000 ton altın rezervi bulunduğu yönündedir. Yer altındaki rezervi çıkarabilmek 2,5 milyar dolarlık arama, 15 milyar dolarlık işletme yatırımı yapılması gerektiği tahmin edilmektedir⁹.

Grafik 1.1

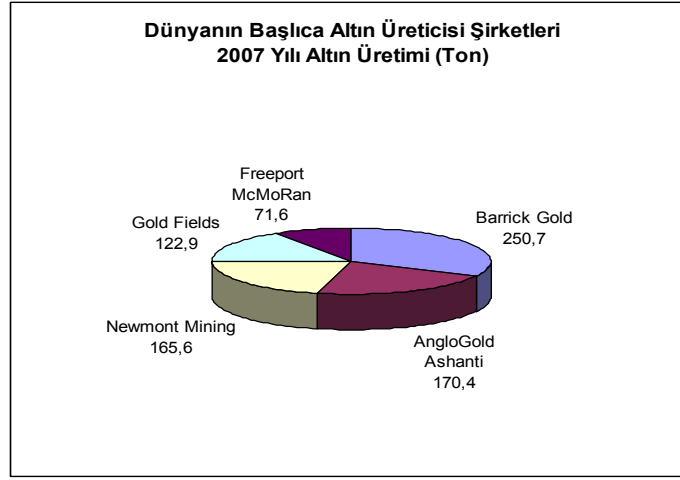
Altın Üretim Yüzdeleri



Kaynak: Altın Üretim Yüzdeleri, 2009, <http://www.goldsheetlinks.com/production.htm> (17.08.2009), s.2.

⁹ *İşte Türkiye'nin Altın Rezervi*, 2010, <http://www.bugun.com.tr/haber-detay/92661-iste-turkiye-nin-altin-rezervi-haberi.aspx> (13.02.2010), s. 1-2.

Grafik 1. 2
Altın Üreticisi Şirketler



Kaynak: SPALL, Jonathan, **İnvesting in Gold**, McGraw-Hill, Kasım 2009, s.7

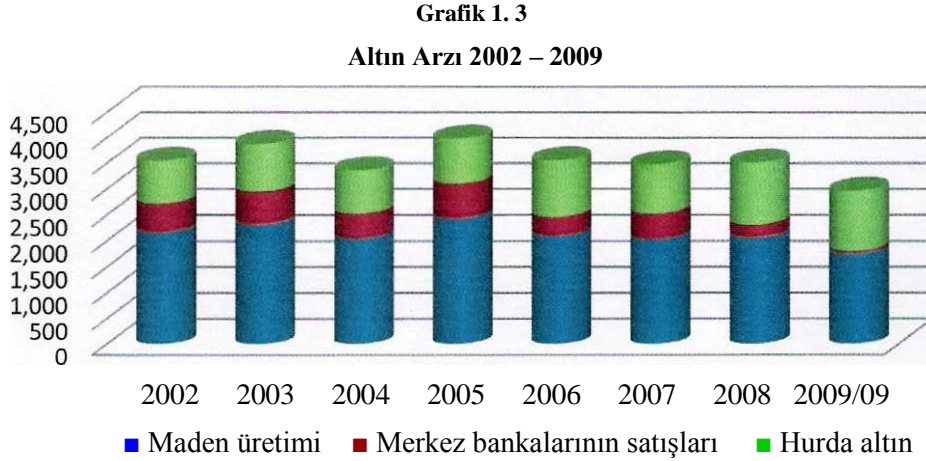
- **Hurda Altının Geri Dönüşümü**

Arz edilen altının diğer üretilen ticari emtialar ile karşılaştırıldığında daha büyük bir yüzdesinin tekrar pazara geri döndüğü görülür. Bu tespit altın piyasası için oldukça önemlidir. Ama yinede altın talebinin önemli bir kısmı maden üretimi ile karşılanmaktadır. Son kullanıcılar (altın para veya mücevherat eşyası talep eden kişiler) tarafından kuyumcu ve sarraflara arz edilen hurda altınlar, eritilip rafinaj işlemine tabi tutulmakta ve 24 ayar standart altın külçesi haline getirilmesiyle tekrar dünya altın piyasalarına arz edilmektedir. Altın fiyatlarının yükselmeye başladığı ve ekonomide yapısal değişikliklerin meydana geldiği dönemlerde çeşitli ülke vatandaşları tarafından satışa sunulan altın mücevherat eşyaları, hurda altın arzının en önemli kaynağını oluşturmaktadır¹⁰.

Arz akışını izleyerek piyasadaki düşüş veya yükselişin nerede sonuçlanacağını anlayabilmek bir ölçüde kolaylaşmaktadır. Hurda altın arzının artması fiyat yükselişinin sonuna geldiğinin ve fiyatların yakında düşüşe geçeceğinin; hurda altın arzının azalması ise fiyat düşüşünün sonuna geldiğinin ve fiyatların yakında yükselişe geçeceğinin göstergesi olarak kabul edilmektedir. Dünya ülkelerini dolaylı veya

¹⁰ Neuberger, a.g.e., s. 16.

dolaysız şekilde etkisi altına alan önemli bir olayın altın piyasasında yarattığı etkileşimleri anlayabilmenin en basit yolu hurda altın arzını incelemektir¹¹. 2002–2009 yılları arasındaki altın arzı grafik 1.3’ de gösterilmiştir.



Kaynak: Ayhan Topcu, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, Ocak 2010, s.6

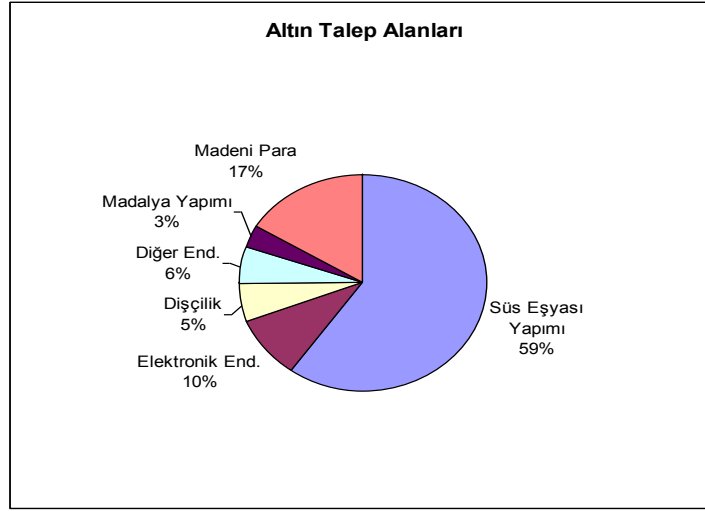
1.1.2.2 Altın Piyasasında Talep

Önceleri merkez bankaları ve sanayinin altın talebinde büyük rol oynadığı altın piyasası, günümüzde büyük değişimlere uğramış, geniş çapta halka açılmıştır. Altın tüketimi yoğun olarak; mücevherat, tasarruf alanlarında toplanmıştır. Altın baktığımızda özellikle belirli ülkelerde (Çin, Hindistan, Türkiye, ABD, Ortadoğu ülkelerinde) talep görmektedir. Bu talep yapısında özellikle geleneksel yapı dikkat çekmektedir. Dünyada altının kullanım alanlarındaki oranları genel olarak aşağıdaki grafikte görülmektedir¹².

¹¹, **Kıymetli Madenler ve Piyasaları**, İstanbul: İAB Yayınları, 1999, s. 50.

¹² İslam Konferansı Teşkilatı, “Dünya Altın Piyasası ve Altında İslam Ülkeleri Arası İşbirliği İmkânları”, **Sektörel Uzmanlar Grubu Toplantısı**, İstanbul, 1-3 Eylül 1997, s. 2.

Grafik 1. 4
Altının Talep Alanları



Kaynak: İslam Konferansı Teşkilatı, **Sektörel Uzmanlar Grubu Toplantısı**, Dünya Altın Piyasası ve Altında İslam Ülkeleri Arası İşbirliği İmkânları, İstanbul 1997, s.2

Sınırlı üretim hacmine karşılık kullanım alanı son derece geniş olan altın birbirinden farklı birçok bölge ve ülkede farklı nedenlerden dolayı talep edilmektedir. Altın üretiminde olduğu gibi altın talebinde de düzensiz bir coğrafi dağılım söz konusudur. Altın talebini, endüstriyel altın talebi ve yatırım amaçlı altın talebi olarak iki temel başlık altında inceleyebiliriz.

- **Endüstriyel Altın Talebi**

İletken bir metal özelliği taşıyan altın, endüstri alanında özellikle elektronik cihazların yapımında oldukça yoğun bir talebe sahiptir. Altının endüstriyel talebi dört alanda toplanabilmektedir. Bunlar:

- Kuyumculuk
- Elektronik
- Dişçilik
- Diğer

Kuyumculuk sektörünün dışında kalan endüstriyel altın talebi, günümüzde oldukça artarak, toplam talebin %20'sine ulaşmıştır. Elektronik bağlaç ve bağlantıların yanı sıra, dişçilik, kimya endüstrisinde ve ısıya dayanıklı cam üretiminde altın kullanımı artmıştır¹³.

Kuyumculuk sektörü ise, altının en eski kullanım alanıdır. Altın fiyatlarının istikrarlı olarak yükselmesi ve altının zor günler karşısında güvence sağlaması nedeniyle, altın mücevher talebi yıllar boyu artmıştır. Halkın mücevher talebi artışı da, kuyumcuların temel girdisi olan altın talebini artırmaktadır. Altın talep edilen her ülkede mücevherat imalatı mutlaka yapılmaktadır. Bu ülkelerden bazıları talep ettikleri altını kendi ülkelerinde işleyip mamul mal haline getirirken, bazıları da mamul mal ihtiyaçlarını bu konuda uzmanlaşmış ülkelere ithalat yoluyla karşılamaktadır. Türkiye, Hindistan, Suudi Arabistan, Mısır, Brezilya ve Meksika gibi gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda ulusal altın mücevherat imalat endüstrisi bulunmaktadır. Kuveyt, Abu Dabi, Birleşik Arap Emirlikleri ve İran gibi ülkelerde ise işlenmiş mücevherat eşyalarına duyulan talep, Türkiye ve İtalya gibi ülkelere yapılan ithalat yoluyla karşılanmaktadır. Ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik, politik ve kültürel farklılıklar, o ülkede yaşayan insanların işlenmiş mücevherat eşyası talebini direkt olarak etkilemektedir¹⁴.

Ağırlıklı olarak gayri resmi dönen Türk kuyumculuk sektörü için İAB'nin yaptırdığı araştırmalarda sektörün 6500 kuyumcu atölyesi, 20 civarında büyük altın ve mücevher üretim kompleksi, 100 toptan mücevher satış mağazası ve dükkanı, 250.000'nin üzerinde aktif çalışan kalifiye iş gücü ile yıllık 450-500 ton altın işleme kapasitesi bulunmaktadır. Üretim son yıllarda el işçiliğinden çıkıp, teknoloji ağırlıklı olmaya başlamıştır¹⁵.

İDMMİB Ocak 2010 ülke performans raporunu inceleyecek olursak kıymetli maden ve mücevherat ihracında ilk sırayı 8 milyon 730 bin USD ile Rusya Federasyonu, İkinci sırayı 8 milyon 486 bin USD ile ABD, üçüncü sırayı 6 milyon 101

¹³ Swiss Bank, **Gold, Myth and Reality**, Swiss Bank Corporation Pub. 1985, s. 15.

¹⁴ Mehmet Hakan Sağlam, **Altın Dünyada ve Türkiye'de**, İstanbul: Scala Yayıncılık, Nisan 1993, s. 161–163.

¹⁵ Ömer Faruk Yaşaroğlu, **Yetkili Müesseseler ve İstanbul Altın Borsası Aracı Kurumları Mevzuat Rehberi**, İstanbul: İAB Yayınları, 2002, s. 330.

bin USD ile BAE almaktadır. Rusya Federasyonu ve ABD'nin ilk iki sırayı almasının sebebi iç piyasada tükettikleri mamulken, BAE'nin üçüncü sırada bulunmasının nedeni çok büyük vergi avantajları sunması sayesinde serbest ticaret bölgesi olan Dubai'dir. Ocak 2010 toplam kıymetli maden ve mücevherat ihracatı 66 milyon 562 bin USD'dir. Bu Türkiye gibi güçlü kuyumculuk sektörünün bulunduğu bir ülke için oldukça az denebilecek rakamdır. Yüksek ÖTV ve tahsil edilmesi çok büyük bürokrasi gerektiren KDV ihracat rakamının artmasında en büyük engellerdir. Bazı vergi reformları ve ihraç edilmiş mamuller için ödenmiş ÖTV ve KDV'nin iadesindeki bürokrasinin kaldırılması ile İAB'da işlem gören kıymetli maden miktarı da artacaktır¹⁶.

- **Tasarruf, Yatırım ve Rezerv Amaçlı Altın**

Dünyada özellikle 1950'li yıllarda geçerli olan özel kişilerin ellerinde altın bulundurmasına ilişkin kısıtlamaların zaman içinde kaldırılması dünya altın talebinin artmasında önemli rol oynamıştır. Son elli yıldır, gerek sanayileşmiş gerekse kalkınmakta olan ülkelerde para birimlerinin yeterlilik derecesine göre liberal kararlar alınmıştır. Özellikle 1974'te Amerikan vatandaşlarının altın bulundurmasına ilişkin yasağın kaldırılması, bu konuda atılmış oldukça önemli bir adımdır. Dünyadaki politik gelişmelere ve enflasyonist eğilimlere bağlı olarak kişilerin altın taleplerinde de önemli artışlar olmuştur. Böylece, eskiden para otoritelerine, endüstriye ve yüksek gelirlilere açık olan bu piyasa, uzun süreden beri sınırlarını daha geniş alanlara yaymıştır¹⁷.

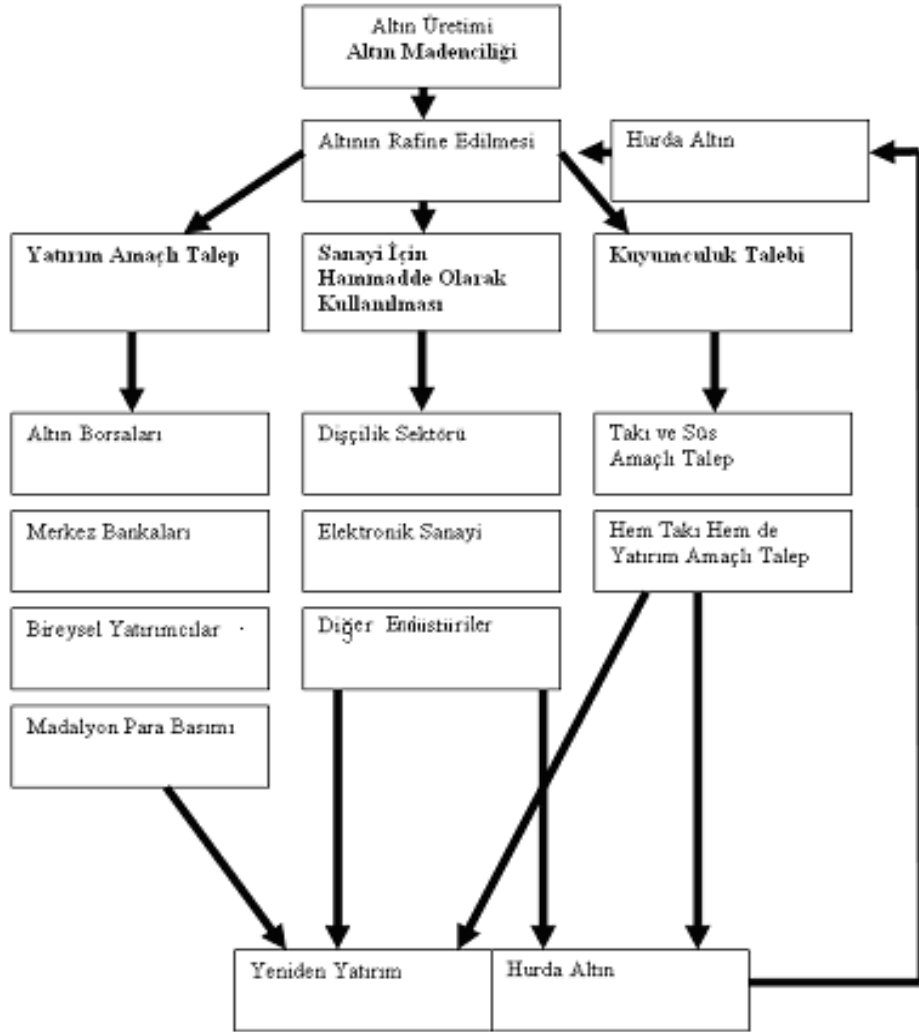
Ekonomik konjonktür ile altın talebi arasında yakın bir ilişki vardır. Özellikle yüksek oranlı enflasyon dönemlerinde paranın değer saklama işlevi kaybaldığından, tasarrufların altın, döviz, gayrimenkul gibi alanlara yatırıldığı bilinmektedir. Kuşkusuz enflasyonist ortamda bireyler, altına talepte bulunurken, reel faiz oranını da dikkate almaktadırlar. Eğer reel faiz oranı, enflasyon oranından düşükse bireyler, likiditelerini daha yüksek getiri sağlayan altın, döviz gibi yatırım alanlarında değerlendirmektedirler. Ancak enflasyon döneminde tasarruf eğiliminin düştüğü ve sabit gelirlilerin aleyhine fiyat artışları yaşandığı için küçük tasarrufluların bu dönemde altın talebi yapmalarını beklememek gerekecektir. Aksine küçük tasarruflular, bu dönemlerde, önceki altın

¹⁶ İDMMİB, *JTR Bülten*, Mart 2010, s. 47-50.

¹⁷ Timoty Green, *The World of Gold, The Inside Story of Who Mines, Who Markets, Who Buys Gold*, London: Rosendale Pres, 2006, s. 282-286.

birikimlerini satarak zorunlu tüketim harcamalarını karşılamaya çalışmaktadırlar¹⁸. Şekil 1,1' de altının piyasadaki dolaşımı görülmektedir.

Şekil 1. 1
Altının Piyasada Dolaşımı



Kaynak: Osman Acar, “1980 Sonrası Dönemde Türkiye’de Altın Piyasası ve Türkiye’de Altın Piyasasının Gelişimi İçin Bir Model Önerisi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2004., s.10.

¹⁸ Avni Zarakoğlu, **Ekonomi İlminin Temel İlkeleri**, Ankara: A.Ü. Hukuk Fakültesi Yayınları, 1982, s. 340–341.

1.1.3 Dünya Altın Piyasalarında Fiyatın Oluşumu

Dünya altın piyasalarının işleyişine genel olarak baktığımızda altının arz tarafında altın maden üretimi, merkez bankalarınca piyasaya sürülen altınlar, hurda altın arzı vadeli işlemlerde negatif yatırımları görmekteyiz. Talep tarafında ise başta takı ve mücevherat imalatçılarının çektiği endüstriyel altın talebini külçe ve sikke içeren küçük yatırımcı, borsada vadeli olarak ve fiziki olarak yatırım yapanları görürüz. Fiyatlar bu iki kesim arasında uluslararası sistemde altının fiyatına etki edebilecek olaylara göre oluşmaktadır.

Tüm diğer mallarda olduğu gibi, altın fiyatlarını da arz-talep yasası etkilemektedir. Ancak altının geçmişte bir ödeme aracı olması nedeniyle, fiyatının oluşmasında kendine özgü faktörler de önemli rol oynamaktadır. Özellikle politik ve ekonomik güçler altının fiyatını büyük ölçüde etkilemektedir. Arz açısından bakıldığında altın üretici ülkelerin ödemeler dengesinin durumu etkili olmaktadır. Talep açısından ele alındığında ise, dünyanın politik durumu, enflasyon beklentileri ve faiz oranları düzeyi gibi faktörler altın fiyatlarının belirleyicisi niteliğindedir. Yaz aylarında İsviçre’de altın rafine şirketlerinin tatil yapması nedeni ile piyasa durgunluğa girebilmektedir. Bir diğer önemli faktör de Hindistan’da düğün mevsiminin yaz günlerinde bitmesi ve mücevherat sektörünün yavaşlaması nedeni ile altın talebinin de azalması anlamına gelmektedir. Hindistan Dünya Altın Talebinde en önemli ülkelere birisidir. Altında iç ve dış fiyat farkının belirlenmesi, fiyat hareketlerinin tahmin edilmesi açısından önem taşımaktadır. Oluşan fiyat farkı, iç talebin yoğunluğuna göre artıp azalmaktadır. İç piyasadaki altın fiyatları, dış piyasalardaki altın fiyatlarına ve dolar kuruna göre değişmektedir. Eğer, ülkede iç talep güçlü ise, oluşan fiyat, bu hesaplara oluşan düzeyin de üstüne çıkabilmektedir. İç talebin gerilemesi durumunda altın fiyatı ithal maliyetin altına düşerse belli bir süre ithalat yapılmayabilir.¹⁹

Ekonomik ortamdaki güven ve istikrar, altın talebini azaltmakta, kaynakları mali kurumlara ve diğer parasal varlıklara yönlentmektedir. Ülkede oluşan sosyal ve siyasi istikrar, banka sisteminin güvenceye kavuşturulması, sermaye piyasasının

¹⁹ “Altın Fiyatları”, **Capital Guide Dergisi**, Ocak 2004, s. 50.

gelişmesi, bütçe açığının kapatılması, faiz oranlarının yükseltilmesi, maliye politikaları ile kamu harcamalarının kısılması, böylece enflasyonist beklentinin azalması sayesinde tasarruflar altın yerine, diğer yatırım araçlarına kanalize edilmektedir. Kuşkusuz altın talebindeki azalma, altının piyasa fiyatını da düşürmektedir. Ayrıca, altın üretiminin artması ya da stoklardan piyasaya altın sürülmesi durumunda da altın fiyatları düşmektedir. Örneğin, petrol fiyatı artışı nedeniyle aşırı borç yükü altında kalan bazı Latin ülkeleri, 1980'li yılların başında, dış borçlarını ödeyebilmek için altın satmışlardır. Ayrıca IMF ve ABD'de altını parasal işlevlerinden arındırmak ve geliştirmekte olan ülkelere kalkınma fonu sağlamak amacıyla stoklarından altın satışında bulunmuşlardır. Güven ortamı altın talebini ve dolayısıyla fiyatını düşürürken, güvensizlik ortamı da ters yönlü etkide bulunmaktadır. Devlete, toplumsal ve finansal kurumlara ve ulusal paraya karşı duyulan güvensizlik karşısında altın talebi ve fiyatı yükselmektedir. Gerek ülkede, gerekse dünyada yaşanan siyasi çalkantılar, enflasyonun hızla artması, faiz oranlarının fiyat artışlarının gerisinde kalması gibi durumlarda tasarruf sahipleri altını bir sığınak olarak görmektedirler. Petrol fiyatlarına yapılan her zamandan sonra altın fiyatlarının da arttığı bilinmektedir. Ayrıca, altının bir uluslararası rezerv aracı olması, Avrupa para sisteminde de müdahale amacıyla bir rezerv para olarak kullanılabilmesi altının talebini ve fiyatını yükseltmektedir²⁰.

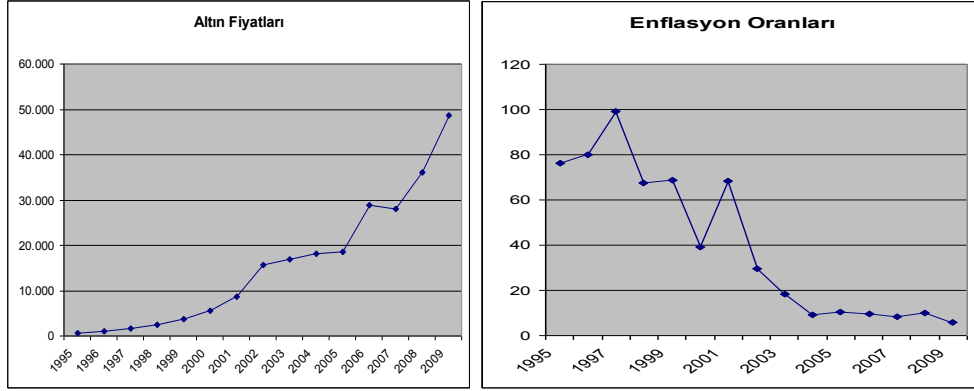
Dünya altın fiyatlarını etkileyen beş önemli faktörü aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür²¹:

- Euro'nun bir Amerikan dolarına karşı olan değişim oranı,
- Uluslararası piyasalarda geçerli olan varil başına dolar bazında petrol fiyatı,
- Amerikan ulusal pazarında dolara uygulanan yıllık yüzde faiz oranı,
- Uluslararası piyasalarda işlem gören bakır fiyatı,
- Toplam olarak yıllık dünya altın üretim miktarı.

²⁰ Sağlam, a.g.e., s. 187-193.

²¹ İslam Konferansı Teşkilatı, a.g.e., s. 3.

Grafik 1.5
Altın Fiyatının Enflasyon Oranlarına Göre Değişimi



Kaynak: Ağırlıklı Altın Fiyat Ortalamaları, 2009, <http://www.iab.gov.tr/veriler.asp#veri03> (12.08.2009), s.1

Yukarıda yer alan Grafik 1.5’de genel olarak bakıldığında enflasyon oranlarının artı seviyelerde iken altın fiyatlarının artış gösterdiği gözlemlenmektedir. Fakat 2005 yılından itibaren enflasyonun düşmesine rağmen altın fiyatının arttığı görülmektedir.

OPEC’e üye olan ülkeler, petrol fiyatlarını belirlerken, altın fiyatlarını bir gösterge olarak almaktadırlar. Uygulamada altın ve petrol fiyatları birbirlerini belirler ve etkiler niteliktedir. Altın fiyatlarındaki olağanüstü artışlar, diğer kıymetli madenleri spekülasyon konusu durumuna getirmektedir. Ayrıca ellerinde önemli ölçüde altın rezervi tutan sanayileşmiş ülkeler de, altın fiyatlarındaki artış karşısında uluslararası parasal rezervlerini artırmış olmaktadır. Ellerinde altın bulunduran ülkeler, altın fiyatları artışı ile borçlanma olanağı sağlamaktadırlar²².

²² Gülten Kazgan, “Petrol Krizi Sonrası Dönemde Altının Dünyada ve Türkiye’de Reel Getirisi”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 38, Sayı:1, Ocak 2001, s. 39.

Tablo 1.7**Altın Fiyatı Oluşumunun Ekonomik ve Siyasi Göstergelere Göre Tepkisi**

Ekonomik ve Siyasi Göstergeler	Artış	Azalış
EKONOMİK VE SİYASİ İSTİKRARSIZLIK	X	
FAİZ ORANLARIN YÜKSELMESİ		X
FAİZ ORANLARIN DÜŞMESİ	X	
DEVLET TAHVİLİ HAZİNE BONUSU İTFASI	X	
MERKEZ BANKALARININ DÖVİZ ALIŞI	X	
MERKEZ BANKALARININ DÖVİZ SATIŞI		X
HAZİNE İHALELERİNDE BEKLENENDEN YÜKSEK SATIŞ		X
DÖVİZ KURLARINDA HIZLI ARTIŞ	X	
SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLERİN FİYATLARININ DÜŞMESİ		X
REZERV RAKAMLARININ YÜKSEK AÇIKLANMASI	X	
ENFLASYON RAKAMININ YÜKSEK AÇIKLANMASI	X	

Kaynak: Serdar ÇITAK, *Altın (24 Ayrarın Hikayesi)*, Destek Yayınları, 2004, s.19

1.2. Gümüş

Gümüşün en önemli özellikleri arasında dayanıklılığı, dövülebilirliği ve kolayca şekil alma kabiliyeti, elektrik ve ısı iletkenliği, ışığa hassasiyeti ve ışığı yansıtması ile fotoğrafçılık alanında kullanılmasının en önemli nedeni olan kimyasal tepkimeye girmesi bulunmaktadır. Bu kadar çok yönlü özelliğe sahip olması ve fiyatının diğer kıymetli madenlere göre oldukça ucuz olması gümüşün birçok uygulamada tercih edilme sebebidir. Diğer yandan kuyumculuk sektöründe de altının saflığının ayarlanması için gümüşe ihtiyaç duyulması, bu metalin önemini artırmakta ve altın piyasalarının kurulduğu ülkelerde gümüşün de işlem görmesini kaçınılmaz hale

getirmektedir. Türkiye de dâhil olmak üzere dünyada altın piyasalarının kurulu olduğu birçok ülkede gümüş de işlem görmektedir²³.

Gümüş, periyodik sistemin birinci grubuna dâhil bir metal olup soy metallere aittir. Yer kabuğunda çok az bulunan gümüşün kimyasal sembolü Ag, latince adı “Argentum” sözcüğünden alınmıştır. Uluslararası piyasalarda saf gümüş değeri 1000 olarak kabul edilir. Ticari gümüş ise minimum 999 saflıktadır. % 0,925 saflıktaki gümüş ise özellikle süs eşyalarında kullanılmaktadır.

Gümüş ısı ve elektrik iletkenliğini bir arada en iyi taşıyan metaldir. Yetkin ısı iletkenliği (bakırdan %34 daha iyi) , sıcak çayı gümüş kaşıkla karıştıran herkesin bildiği bir niteliklerdir. En iyi elektrik iletkeni olması da bazı durumlarda (örneğin, yalnızca yüzey tabakada akan yüksek frekanslı akımı taşıyan tellerin kaplanması) kullanılmasını zorunlu kılar. Aşağıdaki Tablo 1.8’ de gümüşün nitelikleri yer almaktadır²⁴.

Tablo 1.8
Gümüşün Nitelikleri

	Gümüş
Ergime Noktası	961 °C
Özgül Ağırlığı	10.5 g/cm ³
Sertlik	26 MPa
Dayanıklılık	15 kg/m ²
Esneklik	%55

Kaynak: Gümüş, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Gümüş> (19.08.2009), s.1

Gümüşün tarihçesinden kısaca bahsedecek olursak, gümüş çok eski zamanlardan beri bilinmekle birlikte yine de altın ve bakırdan sonra keşfedilmiştir. Altın az olmasına rağmen, dünyanın her yanına yayılması sebebiyle daha önce kullanılmaya başlanmıştır. Ayrıca tabii halde gümüş az olup, çok derinlerde bulunuyordu. Gümüşün M.Ö. 3100 yıllarında Mısırlılar ve M.Ö. 2500 yıllarında Çinliler

²³ **Dünyada ve Türkiye’de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum**, İAB Yayınları, 7 Ağustos 2000, s. 87.

²⁴ **Türkiye Gümüş Piyasası ve Standart Dışı Altın İşlemleri**, İAB Yayınları, 6 Ağustos 2000, s. 7-8.

ve Persler tarafından kullanıldığı bilinmektedir. Yunan tarihinde Atina'da gümüş madenleri olduğu bilinmektedir. M.Ö. 800 yıllarına doğru gümüş, Nil nehri havalisinde para olarak kullanılmaya başlanmıştır. Gümüşü ilk olarak Romalıların işlemeye başladıkları iddia edilmektedir. Endüstri ilerledikçe daha karışık ve saf olmayan gümüş filizleri üzerinde çalışılmaya başlandı. Bugün gümüş önemli bir oranda bakır, kurşun ve çinko üretimindeki yan ürünlerden elde edilir²⁵.

1.2.1 Dünya Gümüş Piyasasında Arz ve Talep

1.2.1.1 Gümüş Piyasasında Arz

Gümüş piyasasında arzın altında olduğu gibi en önemli ayağı madenciliktir. Hurda gümüşün yeniden piyasaya sürülmesi ve yatırım amaçlı satışlar altınla karşılaştırıldığında nispeten daha azdır.

Dünyanın en büyük gümüş üreticisi Meksika'dır. Üretilen gümüşün büyük bir kısmı ana ürün olan gümüşün çıkarıldığı madenlerden yapılmakta, geri kalan kısmı ise altın başta olmak üzere, bakır ve kurşun üretiminin yanında yan ürün olarak çıkarılmaktadır. Dünyanın gümüş arzında lider olmasına karşın Meksika'da halen üretim kapasitesinin artırılması için çalışmalar yapılmaktadır. Öte yandan gümüş talebi oldukça düşük olan Meksika'da çıkarılan gümüşün büyük bir kısmı ihraç edilmekte olup az bir kısmı iç piyasada tüketilmektedir. Dünya gümüş arzı sıralamasında ikinci sırada yer alan ülke Peru'dur. Peru sadece üretici bir ülke olup gümüş talebi yok denecek kadar azdır. Peru'da üretilen gümüş, talebin yüksek olduğu, fakat gümüş üretiminin yapılmadığı İtalya, Japonya ve Hindistan'a ihraç edilmektedir. Peru'da halen Barrick Gold şirketi tarafından gümüş üretimini arttırmaya yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Dünya gümüş arzı sıralamasında üçüncü ülke Amerika'dır. Aynı zamanda Amerika dünya altın talebinde de birinci sırada yer almaktadır. İki Amerikan şirketi olan Coeur d'Alene Mines ve Echo Bay Mines dünya gümüş üretiminde ilk on

²⁵ Gümüş, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Gümüş> (19.08.2009), s. 1.

şirket arasındadır. Amerika’da Idaho bölgesinde bol miktarda gümüş yatakları bulunmaktadır²⁶.

1.2.1.2 Gümüş Piyasasında Talep

Dünyanın en büyük gümüş tüketicisi olan Japonya’da ülkeye ithal edilen gümüşün yaklaşık yarısı Endüstriyel alanlarda kullanılmakta olup, Japonya’da gümüş üretimi yok denecek kadar azdır. Özellikle son yıllarda dünyada elektronik sanayinin gelişmesi ile beraber bu sanayide gümüşe duyulan ihtiyacın artması ve Japon Yeninin değer kaybına bağlı olarak ülkenin ihracatının artması da gümüş kullanımını artırmıştır. Gümüşün kullanım alanlarından biri de otomobil sanayidir ve Japonya’nın otomobil üretimi de son yıllarda büyüme trendine girmiş olduğundan, otomobil sanayinde olan talep de sıçrama göstermiştir. Kuyumculuk sektöründe önde gelen ülkelerden biri olan İtalya’da gümüş, altının saflığının ayarlanmasının yanı sıra, diğer takılarda ve dekoratif ürünlerin imalatında kullanılmaktadır. Bir otomobil üreticisi ülke olan İtalya’da gümüş otomobil sanayisinde de kullanılmaktadır. İtalya’da madenden çıkarılan gümüş, tüketiminin yanında oldukça düşüktür. Avrupa’da Almanya endüstriyel imalatta en çok gümüş tüketen ülke konumundadır. Almanya’da gümüş elektrik ve elektronik sanayinin yanı sıra otomobil kontaklarının imalatında ve fotoğraf sanayinde kullanılmaktadır. Almanya’da gümüş kullanılarak yapılan takı imalatının yanı sıra başta Taylan olmak üzere yurtdışından da gümüş ithalatı bulunmaktadır²⁷.

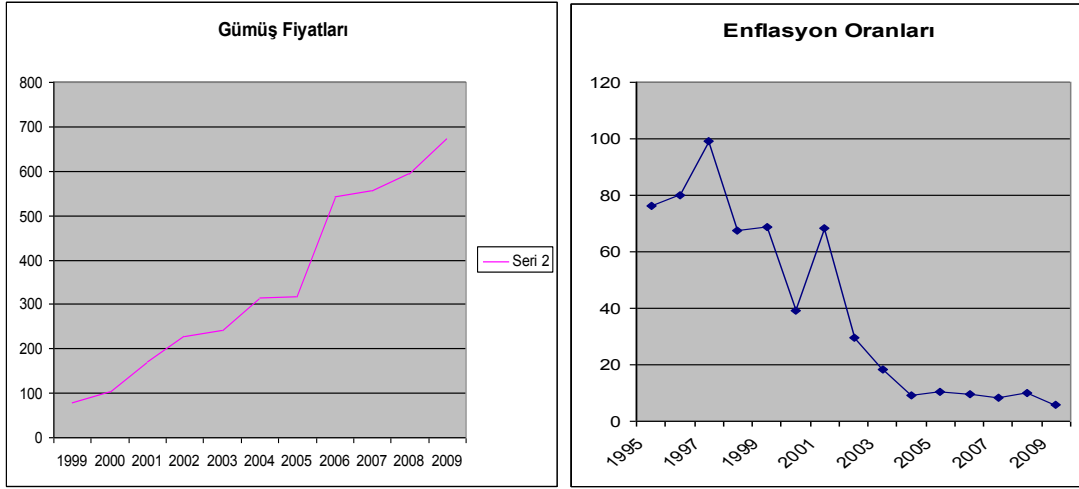
1.2.2 Dünya Gümüş Piyasasında Fiyat Oluşumu

Dünya gümüş fiyatları arz ve talebe göre uluslararası gümüş borsalarında belirlenmektedir. LBMA özellikle bu konuda etkin bir role sahiptir. Aşağıdaki Grafik 1.6’da 1999 - 2009 yılları arasında gümüş fiyatının enflasyon oranlarına göre değişimi görülmektedir.

²⁶ İAB, *Dünyada ve Türkiye’de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum*, s. 91.

²⁷ İAB, *Dünyada ve Türkiye’de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum*, s. 98.

Grafik 1.6
Gümüş Fiyatının Enflasyon Oranlarına Göre Değişimi



Kaynak: Ağırlıklı Gümüş Fiyat Ortalamaları, <http://www.iab.gov.tr/veriler.asp#veri03> (12.08.2009), s.1

Gümüşün fiyat hareketleri altına göre daha değişkendir. Fiyatlar yukarı ve aşağı doğru daha büyük hareketlilik gösterir. Doğru gümüş alım hamlesi altına göre daha iyi kâr elde edebilirken, yanlış anda verilen alım emri büyük bir zararla sonuçlanabilir. Bunu 2003-2004 yıllarında metal fiyatlarındaki artışlarla örnekleyecek olursak; altının 320\$/Ons seviyesinden 430\$ /Ons'a yükseldiği, aynı zaman aralığında gümüş 4.5\$/Ons'tan 8.0\$/Ons'a çıkmış ardından 5.5\$/Ons'a gerilemiştir. Altının fiyat düşüşü ise gümüşe göre çok daha az olmuştur. Görüldüğü üzere gümüşte zamanlama çok önemlidir. Altına göre çok daha büyük kârlar doğru zamanlamalarla yapılabilir. Gümüş bu özelliği ile portföyde devamlı bulundurulması gereken yatırım aracı değil, boğa piyasasının olduğu dönemlerde daha fazla kazanç elde edebilmek için portföyde yer verilmesi gereken bir yatırım aracıdır. Geçmişteki boğa piyasalarının birçoğunda gümüş performansı ile altını geçmiştir²⁸.

1.3. Platin Sınıfı Madenler

Platin, paladyum, rodyum, iridyum, rutenyum ve osmiyumdan oluşan platin sınıfı metaller doğada aynı maden damarlarında bulunurlar. Buna ek olarak jeolojik oluşumları bakımından bu metaller, demir içeren metaller içerisinde konsantre olarak da

²⁸ Michael J. Kosares, **The ABCs of Gold Investing**, Independent Pub Group, Mayıs 2005, s. 94.

bulunurlar. Bu özelliklerine rağmen, platin grubu metallerin ortak bir piyasada alınıp satıldıklarını söyleyebilmek mümkün değildir. Bunun yerine bu altı metal ayrı piyasalarda işlem görmektedirler. Platin sınıfı metaller, birbirinden farklı ve kendilerine has özelliklerinden dolayı ortak biçimde katalist olarak kullanılıyor olsalar da, bunun dışında birçok farklı kullanım alanlarına sahip olduklarından dolayı birbirleri yerine ikame mal olarak kullanılmaları imkânsızdır. Platin sınıfı metaller, doğada sınırlı miktarda bulunmalarından dolayı kıymetli madenler sınıfına dâhildirler²⁹.

1.3.1 Platin

Platin saf haldeyken gümüşe benzer beyaz renklidir. Korozyona dayanıklıdır. Platin grubu metallerin altı üyesinin de (rutenyum, rodyum, paladyum, osmiyum, iridyum, ve platin) katalitik özellikleri çok üstündür. Bu nedenle platin, otomobillerin egzoz sistemlerindeki katalitik konverterlerde ve bujilerin uçlarında kullanılır. Platin, yüksek aşınma ve kararlı direncinden ötürü ideal bir hassas kuyumculuk metalidir. Aşağıdaki Tablo 1.9’da platinin nitelikleri yer almaktadır. Platin altından daha kıymetlidir. Platin fiyatları, piyasadaki arz-talep dengesine göre değişmekle birlikte genellikle altının 1,2 veya 2 misli aralığındadır. XVIII. yüzyılda platinin nadir bulunur oluşu, Kral Louis’in onu, “krallara layık tek metal” olarak tanımlamasına neden olmuştur. Göze çarpan diğer özellikleri arasında; kimyasallara karşı direnç, çok üstün yüksek sıcaklık özellikleri ve kararlı elektriksel özellikler sayılabilir. Platin havada hiçbir sıcaklıkta korozyona uğramaz, ancak siyanür, halojenler, kükürt, ve alkaliler tarafından korozyona uğratılır³⁰.

Sembölü Pt, atom numarası 78’dir. Periyodik tabloda VIII-B grubunun içinde yer alır. Platin 1769 °C de erir, 3827 °C de kaynar. Oda sıcaklığındaki yoğunluğu, gümüşün yaklaşık iki katı, 21,46 g/cm³’tür. Platin, açık havada oksijen ve kükürt bileşikleriyle kolaylıkla birleşmez ve bu yüzden mücevheratta gümüş gibi parlaklığını kaybetmez. Oda sıcaklığında kuvvetli asit ve alkalilerden etkilenmez ve aşınmaz, fakat sıcak altın suyunda (Üç hacim HCl ile bir hacim HNO₃’ün karıştırılması ile elde edilir.)

²⁹ İAB, *Dünyada ve Türkiye’de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum*, s. 104.

³⁰ *Platin, Los Alamos National Laboratory - Platin (İng)*, 2009, <http://periodic.lanl.gov/elements/78.html> (19.08.2009), s. 1.

çözünür. Yüksek sıcaklıklarda platin; klor, flor, fosfor, arsenik ve kükürtle reaksiyon verir.

Platin, toz, yumuşak ve katı hâlde elde edilir. Platin siyahı denilen ve platinyum kloritin indirgenmesiyle elde edilen çok ince siyah bir toz katalizör olarak kullanılır. Geniş bir yüzey veren yumuşak platin güçlü bir katalizördür. Katı hâldeki platin, mücevheratta olduğu gibi, yumuşak platinin eritilmesi suretiyle elde edilir.³¹

Tablo 1.9
Platinin Nitelikleri

	Platin
Ergime Noktası	1764 °C
Özgül Ağırlığı	21.5 g/cm ³
Sertlik	36 MPa
Dayanıklılık	17 kg/m ²
Esneklik	34 %

Kaynak: *Platin*, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Platin> (28.08.2009), s.1.

Doğal halde bulunan platin ve platin alaşımlarının varlığı uzun zamandan beri bilinmektedir. Platin, Kristof Kolomb öncesi Amerikan yerlileri tarafından kullanılmışsa da Avrupalıların bu metalden ilk defa söz etmeleri 1557 yılına rastlar. Bir İtalyan hümanisti olan Julius Sezar Skaliger (1484–1558), Panama ve Meksika arasındaki bir Orta Amerika madeninde bulunan bu gizemli metalden bahsederken onu, “şimdiye dek bilinen hiçbir İspanyol sanatıyla eğitilemeyen” olarak tanımlamıştır. İspanyollar metali ilk olarak Kolombiya’da bulduklarında ona “platina” veya “küçük gümüş” adını vermişlerdir. Platini gümüş cevherleri içerisinde istenmeyen bir empürite olarak görmüşler ve çoğunlukla da atmışlardır. Platin ilk olarak Antonio de Ulloa ve

³¹ *Platin*, Los Alamos National Laboratory - *Platin* (İng), 2009, <http://periodic.lanl.gov/elements/78.html>, (19.08.2009), s. 1.

Don Jorge Juan y Santacilia adlı iki astronom tarafından keşfedilmiştir. Her ikisi de İspanya Kralı V. Philip tarafından 1735-1745 arasında Peru'daki bir keşif gezisi için görevlendirilmişti. Ulloa, Platina'yı, New Granada'da (Kolombiya) altınla birlikte bulunan ve işlenemeyen metal olarak tanımladı. Ulloa'nın gemisine dönüş yolculuğunda İngilizler tarafından el konuldu ve İngiltere'ye götürüldü. Kendisine iyi davranıldı, hatta Royal Society'ye üye bile yapıldı. Ancak bu bilinmeyen metalden bahsetmesi, hakkında yayın yapması 1748'e kadar yasaklandı. Oysa Charles Wood bu gelişmelerden bağımsız olarak 1741'de metali ayırtmıştı. Uzun yıllar boyunca uzunluk ölçüsü birimi "metre"nin tanımı, Sevr'deki (Fransa) Bureau International des Poids et Mesures'de bulunan platin-iridyum alaşımından yapılmış bir çubuk üzerindeki iki işaret arasındaki mesafe olarak tanımlanmıştır. Yine aynı şekilde platin-iridyum alaşımından yapılmış bir silindir de kilogram standardı olarak aynı yerde bulunmaktadır. Platin, standart hidrojen elektrotunun tanımında da kullanılmaktadır³².

1.3.1.1 Dünya Platin Piyasasında Arz ve Talep

Platin grubu metallerin birincil üretimi büyük oranda Güney Afrika ve Rusya'da yapılmakla birlikte, ABD ve Kanada'da da küçük miktarlı maden rezervleri bulunmaktadır. Diğer küçük üreticiler Kolombiya, Avustralya, Çin, Finlandiya, Filipinler ve Zimbabve'dir. Güney Afrika platin grubu metal rezervleri Johannesburg'un 130 km. kuzey batısında bulunan Bushveld kompleksindedir. Bushveld kompleksi dünyada bilinen en büyük platin grubu metal rezervidir. Busveld kompleksinde üç maden yatağı bulunmaktadır. Bunlar; Merensky Kayalıkları, UG2 Kayalıkları ve Plat Kayalıkları'dır. Rusya platin grubu metal üretimi büyük oranda Sibirya'nın kuzeyinde bulunan Norilsk bölgesinde yapılmaktadır. Burası nikel madeni olup platin grubu metaller yan ürün olarak üretilmektedir. Benzer olarak platin grubu metaller Kanada'da da nikel üretiminin yan ürünü olarak üretilmektedir³³.

Hurda metal grubu metal arzının en önemli kaynağı otokatalistlerdir. Hurda platin, paladyum ve rodyum arzının toplam tüketim içindeki payları yıllar itibari ile artış göstermektedir. Platin grubu metal hurda arzının otokatalist üretimindeki artışa bağlı

³² *Platinin Tarihçesi*, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Platin#Tarihcesi> (19.08.2009), s. 1.

³³ İAB, *Dünyada ve Türkiye'de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum*, s. 116.

olarak artması doğaldır. Bununla birlikte, Kuzey Amerika ve Japonya arasında toplama ağları kurulmasına rağmen, otokatalistlerde kullanılan platin grubu metallerin tamamının yeniden kazandırılması, lojistik ve toplama maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle mümkün gözükmemektedir. Ayrıca büyük miktarlarda kullanılmış arabanın Avrupa ve ABD'den Doğu Avrupa ülkeleri ve üçüncü dünya ülkelerine ihraç edilmesi de, potansiyel hurdanın bir kısmının sistem dışına çıkmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak hurda platin grubu arzının, görülebilir gelecekte arz-talep dengesini önemli şekilde değiştirebileceği tahmin edilmemektedir³⁴.

Platin talebinin en büyük kullanım alanı kuyumculuk sektörüdür. Bunun yanı sıra otomotiv, kimya, elektronik, cam sanayiinde kullanımının yanı sıra yatırım amaçlı da talep görmektedir. Otomotiv sanayiinde platin talebi iki faktöre bağlıdır: emisyon kontrolü düzenlemelerinin başladığı tarih ve araba yoğunluğu. Emisyon kontrolü düzenlemeleri, motorlu araçların egzozlarından çıkan zararlı gazların çevre koruma düzenlemeleri çerçevesinde kabul edilebilir üst sınırını belirlemekte ve üretilen araçlar ile trafikte olan araçların bu kritere uymalarını zorunlu kılmaktadır. Avrupa Birliği Komisyonu Direktifi, 1993 yılından itibaren benzinli araçlarda tümünde üç yönlü katalist kullanılması zorunluluğunu getirmiştir. 1996 yılından itibaren de Avrupa ülkelerinde dizel araçlar da sıkı emisyon kontrol düzenlemeleri kapsamına girmiştir. Buna karşın, kimya sanayii ve petrol rafineri sanayii platin talebinde azalma görülmektedir. Platin hem katalist hem de kıymetli maden olarak çok önemli fonksiyonlara sahiptir. Yeni endüstriyel kullanım alanları ortaya çıkması ve çevresel düzenlemelerin otokatalist kullanımının artmasına bağlı olarak platin talebinin tarihsel olarak arttığı görülmüştür³⁵.

1.3.1.2 Dünya Platin Piyasasında Fiyat Oluşumu

Platin fiyatları, arz ve talebe bağlı olarak serbest piyasa koşullarında belirlenmektedir. Platin piyasası, örneğin altın piyasası ile karşılaştırıldığında göreceli olarak düşük bir işlem hacmine sahiptir. Platin piyasasında spekülasyon amaçlı büyük miktarda açık pozisyon alınması durumunda bu pozisyonların kapatılmasında oldukça

³⁴ İAB, *Dünyada ve Türkiye'de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum*, s. 118.

³⁵ İAB, *Dünyada ve Türkiye'de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum*, s. 122.

zor olacağından spekülâtorlerin tercih ettiği bir piyasa değildir. 1997 yılında Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan raporda platin fiyatlarını etkileyen faktörler aşığıdaki şekilde sıralanmıştır³⁶;

- Güney Afrika'nın üretim miktarı ile ilgili tahminler
- Hurda platin arzı miktarı
- Rusya'nın nikel üretimi ile ilgili tahminler ve Rusya'nın elinde tuttuğu stoklar ile ilgili veriler
- Otomobil talebi
- Japon kuyumculuk sektörü platin talebi, Japonya'nın ekonomik verileri
- Son kullanıcıların stok miktarı.

Açıkça görüldüğu gibi platin fiyatı arz ve talebe bağlı olarak belirlenmektedir. Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan aynı raporda platin fiyatları hareketleri için aşığıdaki sonuçlar sıralanmıştır;

- Platin fiyatları ile altın fiyatları arasında istatistiksel olarak, uzun vade göz ardı edilerek sadece kısa vade bazında, bir korelasyondan bahsedilebilir.
- Altın ve platin fiyatları arasındaki korelasyon ilişkisi bu fiyatlar arasında nedenselliğe dayalı bir ilişki bulunduğunu kanıtlayamamaktadır.
- Platin fiyatları ile önemli makroekonomik veriler arasında belirgin bir ilişkinin varlığı tespit edilememiştir.
- Platin vadeli işlem piyasaları, büyük oranda forward piyasalardır ve bu piyasalarda büyük oranda spekülâtif faaliyetler görülmemektedir.

³⁶ A European Commission Concentration Decision Regarding to Platinum Companies, 24 Nisan 1996, http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m619_en.pdf, (20.08.2009), s. 9.

- Platin talebi, fiyata inelastik bir yapıya sahiptir. Platinin otomotiv sanayiinde ve endüstriyel kullanımda diğer metaller tarafından ikame edilememesi bu sonuca neden olmaktadır.

- Platin piyasası volatil bir piyasadır. Bunun nedeni platin talebinin, platin arzının sınırlı olmasından dolayı mevsimsel etkilere maruz kalmasıdır.

Sonuç olarak platin fiyatları arz-talep temel faktörlerine bağlı olarak değişmektedir³⁷.

1.3.2 Paladyum

Paladyum, parlak gümüş-beyaz renkli ve kübik yapıda bir metaldir. Hidrojeni absorblama yeteneği yüksek olduğundan sık kullanılan bir katalizördür. Sıcak asitlerle sulu ortamda çözünür. Paladyum(II) amin, nitrat, siyanür, klorür, bromür ve iyodürle reaksiyon verir. Alaşımları, kuyumculuk alanında da kullanılır. Tavlanmış durumda oldukça yumuşak bir metal türüdür. Kaplandığında nikel kaplama ile karşılaştırılabilecek bir sertliğe sahiptir. Elektriksel direnci gümüşünkünden yaklaşık 7 kat daha büyüktür. Diğer platin ailesi metalleri ile birlikte bulunur. Mücevher sektöründe direk olmasa da kullanılır. Örneğin beyaz altın, altın elementinin paladyum ile oluşturduğu bir alaşımdır³⁸.

Atom ağırlığı 106,20, atom numarası 46 olan, platin benzeri bir metaldir. 1803 senesinde işlenmemiş platini saflaştırmaya çalışırken, Wollaston tarafından bulunmuştur. Platin cevherleriyle beraber bulunur. Umumiyetle altın ve gümüşle alaşımlar hâlinde çıkarılır. En çok Brezilya'da vardır. Kırılgan fakat işlenebilir beyaz bir metaldir. Özgül ağırlığı 11,50 olup, platin serisi metallerin içinde erime noktası en düşük olanıdır (1552 °C). Kaynama noktası ise 2500 °C dir. Atmosferdeki oksijen ve su buharının paladyuma etkisi olmaz. Nitrik asit, hidroklorik asit ve sülfürik aside karşı dayanıklı değildir. Paladyumun en büyük özelliği, sünger gibi gözenekli olarak hazırlandığında iyi bir gaz absorbe edici (emici) olmasıdır. Yeni hazırlanmış böyle bir paladyum, oda sıcaklığında kendi hacminin 350 katı kadar hidrojeni bünyesinde tutar.

³⁷ A European Commission Concentration Decision Regarding to Platinum Companies, s. 9.

³⁸ Merian Ernest, **Metals and Their Compounds in the Environment**, VCH Weinheim, 1991, s. 13.

Eğer paladyum 100 °C'ye kadar ısıtılırsa absorblanan hidrojen miktarı oda sıcaklığındakinin iki misli olur. Uygun şartlarda absorbladığı hidrojen, kendi hacminin 900 misli olabilmektedir. Paladyum -2- oksit (PdO) ve paladyum -4- oksit (PdO₂) şeklinde oksijenle yaptığı iki bileşiği vardır. Palladus oksitten elde edilen palladus tuzu bilinen mühim bileşiğidir³⁹.

Dünya paladyum arzının çok önemli bir kısmı Rusya tarafından sağlanmaktadır. Bununla birlikte Rusya'nın 1996 yılından itibaren platin grubu metaller ihracatı ile ilgili bürokratik engellere bağlı olarak gerçekleşen düzensizlikler paladyum piyasalarında önemli fiyat hareketliliklerinin yaşanmasına neden olmakta ve özellikle otomotiv sanayiinde paladyumun yerine kullanılabilir ürün arayışlarına hız verilmektedir. Paladyum talebinin yarısından fazlası otomotiv sanayiinden gelmektedir. Paladyum teknolojik gelişmeler ve çevre koruma standartlarının yükseltilmesinin etkisi ile otomotiv sektörü tarafından da bu denli talep edilmeye başlamıştır. Paladyum otomotiv sanayiinin yanı sıra elektronik sanayii tarafından da büyük ölçüde talep edilmektedir. Bunun yanı sıra kimya, dişçilik ve kuyumculuk sektörleri de paladyuma talep göstermektedirler. Paladyum yoğun olarak otokatalistlerde ve endüstriyel katalizör olarak petrol rafinerisi ve kimya endüstrisinde platin ve rodyum kayıplarının azaltılmasında kullanılmaktadır. Paladyum özellikle çok katmanlı seramik kapasitör olarak bilinen ve paladyum içeren elektronik parçaların yapılmasında elektronik sektörü için çok önemli ve stratejik bir hammaddedir⁴⁰.

Rusya'nın paladyum stokları ile ilgili endişeler ve paladyum ihracatı ile ilgili izleyeceği politika paladyum piyasası için belirsizlik oluşturmaktadır. Bu belirsizlikler paladyum piyasasına spekülasyonun devam etmesine neden olmaktadır. Paladyum piyasasında bu tarz spekülasyon hareketlerinin nasıl kontrol altına alınabileceği konusunda açık bir strateji yoktur. Tokyo Emtia Borsası yetkilileri spekülasyoncuların kısa pozisyonlarını kapatamama ihtimaline bağlı olarak yaşanabilecek iflasları engellemek için paladyum işlemlerine 2000 yılının Şubat ayında bazı sınırlamalar getirmiştir. Platinin anlatıldığı bölümde de değinildiği gibi paladyum fiyatları hem diğer platin

³⁹ *Paladyum*, 2009, <http://ansiklopedi.turkcebilgi.com/Paladyum> (20.08.2009), s. 1.

⁴⁰ İAB, *Dünyada ve Türkiye'de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum*, s. 146.

grubu metaller hem de altın ve gümüş fiyatları gibi diğer kıymetli madenlerinden bağımsız olarak değişmektedir⁴¹.

1.3.3 Rodyum

Rodyum, periyodik tabloda **Rh** sembolüyle gösterilen atom numarası 45 olan elementtir. Az bulunan beyaz-gümüş renkte ve platin grubuna aittir. Alaşımlarda platinle birlikte katalizör olarak kullanılır. Kıymetli metaller arasında dünyada en pahalı olanıdır. Katı, gümüşümsü beyaz, dayanıklı ve yansıma oranı yüksektir. Yüksek ısıya maruz kaldığında bile oksitlenmez. Platinden daha yüksek bir erime noktasına sahip olmasına karşın yoğunluğu daha düşüktür. Nitrik asit tarafından çözülemez, Hidroklorik asit ve Nitrik asit karışımı tarafından çok az miktarda çözülebilir. Pudra halindeki rodyumun çözülebilmesi sadece sülfürik asitle mümkündür. Rodyum, (Yunancada “rhodon”, Türkçede “gül” anlamına gelir) 1803 yılında William Hyde Wollaston tarafından paladyumun keşfinin hemen ardından bulunmuştur. Wollaston bu keşfi İngiltere’de işlenmemiş ve muhtemelen Güney Amerika’dan aldığı platini kullanarak yapmıştır. Onun yöntemi maden cevherini Hidroklorik asit ve Nitrik asit karışımında çözmek ve asidi Sodyum hidroksit (NaOH) ile birlikte nötralize etmektir. Daha sonra amonyum kloroplatinat gibi platini de amonyum klorite ekleyerek çökeltilti. Kalan metal kırmızı rodyum (III) klorürdü. Rodyum metali hidrojen gazının azalmasıyla birlikte izole edilir⁴².

1.3.4 Osmiyum

Osmiyum, simgesi Os, atom numarası 76, atom ağırlığı 190,23 akb, ergime noktası 3045.0 °C, kaynama noktası 5027.0 °C olan bir geçiş metalidir. Oda sıcaklığında 22,4 g/cm³ ile bilinen en ağır yoğunluklu metaldir. Gümüşü renkte bulunur. Yunanca koku manasına gelen osme’den gelir. Tükenmez kalemelerin toplarında, bazı aletlerin millerinde ve flamanlarda (ampullerin içindeki sığağa dayanıklı, ince tel) kullanılır, platin ile birlikte çıkar.

⁴¹ İAB, *Dünyada ve Türkiye’de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum*, s. 147.

⁴² *Rodyum*, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Rodyum> (19.08.2009), s. 1.

1803'te Smithson Tenant tarafından bulunan bu metal, platin yataklarında çok zor bulunan, platin yatağının kalitesini belirleyen bir elementtir⁴³.

1.3.5 İridyum

İridyum, sembolü Ir, atom numarası 77 olan metalik beyaz renkli, oldukça sert bir geçiş elementidir. İridyum son derece yüksek bir erime noktasına sahiptir (2446 °C). İridyum 1803 yılında İngiliz bilim adamı Smithson Tennant tarafından Londra'da keşfedildi. Osmiyum parçalarının HCl ve nitrik asitle birleştirilmeleri sonucu elde edildi. Latince gökkuşağı anlamına gelen iris adı verildi⁴⁴.

Yıllık üretimi ve tüketimi son derece az (yaklaşık 3 ton) olan bununla beraber bazı özel endüstriyel ve bilimsel uygulamalarda kullanılan bir metaldir.

1.3.6 Rutenyum

Ru sembolüyle gösterilen rutenyum tabiatta platinin yanında bulunur. Rutenyum beyaz renkli sert bir metaldir. Sertliği iridyumun sertliği derecesindedir. Atom numarası 44, atom tartısı 101,07, erime noktası 2500 °C, kaynama noktası 4900 °C ve yoğunluğu 12,2 g/cm³'tür. Halojenler ve sodyum peroksit veya diğer bazik oksit karışımlarıyla bileşik verir. En bilinen ve yaygın olan bileşiği rutenyum triklorür (RuCl₃)dür. Rutenyum; iridyum, osmiyum, paladyum, platin ve rodyum gibi elementlerle alaşım yapar ve bu metallerin sertliğini artırır. Titanla da alaşım verir ve bu metalin korozyona dayanıklılığını artırır. Çeşitli mücevherlerin ve aşınmaya dayanıklı elektrik kontaklarının yapımında da rutenyumla sertleştirilmiş platin ve paladyum alaşımlarından faydalanılır⁴⁵.

⁴³ *Osmium*, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Osmiyum> (19.08.2009), s. 1.

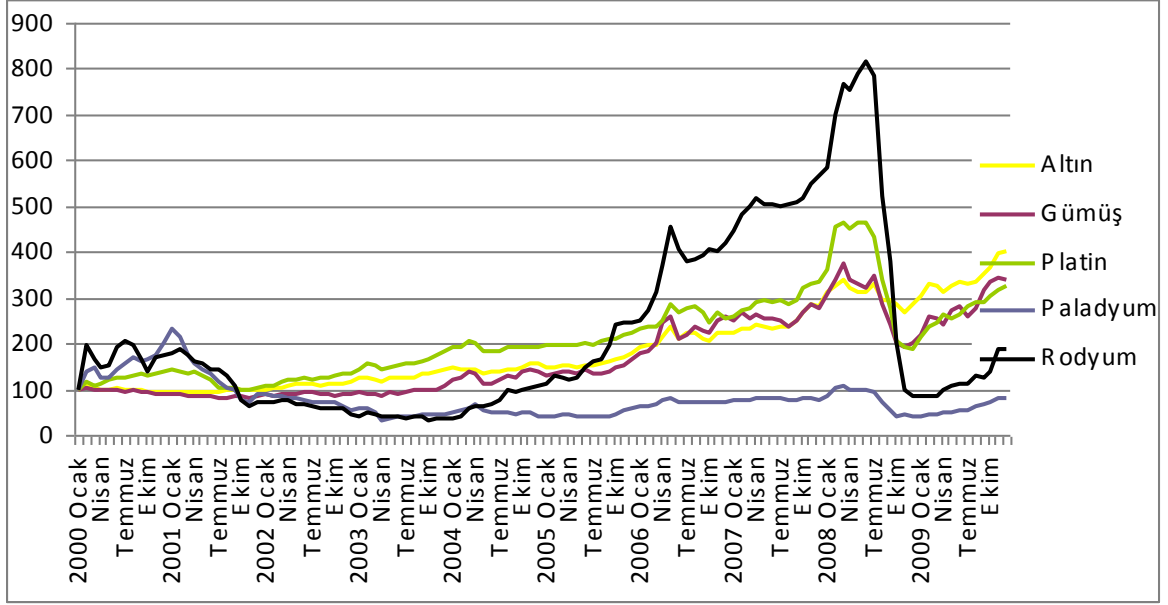
⁴⁴ *İridyum*, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/İridyum> (19.08.2009), s. 1.

⁴⁵ *Rutenyum*, 2009, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Rutenyum> (19.08.2009), s. 1.

1.4. Bazı Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri

Grafik 1. 6

Bazı Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri



Kaynak: Kıymetli Maden Fiyat Hareketleri, 2010, <http://www.kitco.com/charts> (12.01.2010), s.1

Kıymetli maden fiyatlarının birbirleriyle paralel hareket ettiği düşünülür. Halbuki grafikte de görüldüğü üzere 2000 yılı Ocak ayında 100 \$ yatırım ile başladığımız altın, rodyum, gümüş, platin, paladyum (Aylık ortalama ons fiyatı baz alınarak hesap edilmiştir.) bu on yıl zarfında çok değişik fiyat hareketleri göstermiştir. Rodyum Haziran 2008’de 813 \$ değerine ulaşırken, altının değer artışı aynı dönemde 322 \$ düzeyinde idi. Yani Ocak 2000, Haziran 2008 arasında rodyum altının iki buçuk misli daha iyi performans sergilemiştir.

Haziran 2008’den Aralık 2009’a kadar altın %24 prim yaparken, platin aynı dönemde %60 değer kaybetmiştir.

Direkt madenlere yatırılan 100 Amerikan doları bu on yılın sonunda; altında 399 \$, gümüşte 341 \$, platinde 327 \$, paladyumda 82 \$ ve rodyumda 189 \$ ile son bulmuştur. Aynı anda düşüp aynı anda fiyatının arttığı tahmin edilen kıymetli madenler kendi aralarında da dönem dönem ayrışmalar yaşamıştır.

Kıymetli madenlerin son yıllardaki fiyat hareketlerinin detaylı tabloları USD/ons ve 2000 Ocak ayında 100 USD yatırımın geldiği nokta açısından iki tablo halinde ekler kısmında bulunmaktadır. (Bknz. Ek-2)

Altının fiyatı bazı dönemlerde diğer kıymetli madenlere göre ayrılmaktadır. Örneğin 2009 Kasım ayının başında IMF'nin 403,3 ton altın satacağını açıklamış olmasına rağmen Hindistan Merkez Bankası'nın 200 ton altın alımı yapması fiyatları bir günde 30 USD arttırarak 1085 USD/ons seviyesini bulmasını sağlamıştır. Diğer madenlerde rezerv olma niteliği nispeten daha az olması sebebi ile bu tip fiyat hareketleri de daha az gerçekleşmektedir⁴⁶.

⁴⁶ **Haber Türk**, "Hindistan 200 Ton Aldı, Altın 1085 Doları Geçti", 4 Kasım 2009, s. 7.

2. BÖLÜM

KIYMETLİ MADENLERE DAYALI YATIRIM ARAÇLARI

2.1 Sermaye Piyasası Ve Menkul Kıymet Kavramı

Sermaye piyasalarında kıymetli madenlere dayalı yatırım araçlarını açıklamadan önce yatırım ve menkul kıymet kavramlarına kısaca değinmek gerekirse; yatırım, şu an için satın alma gücü belli olan tutarı, daha yüksek satın alma gücüne ulaşması beklentisiyle gelecekteki meblağ ile değiştirmektir. Yatırımda iki faktör önemli rol oynamaktadır; risk ve zaman⁴⁷. Risk, bir çok dilde genellikle istenmeyen ancak bazen de istenen rastsal olayların açıklanması için kullanılmaktadır⁴⁸. Finans teorisinde ise risk, gelecekte gerçekleşmesi beklenen sonuçların gerçekleşmeme olasılığı olarak açıklanabilir⁴⁹.

Sermaye Piyasa Kanunu'nda menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır⁵⁰.

Finansal piyasaların temel işlevi, borç vermek isteyenlerden borç almak isteyenlere fon transfer etmektir. Piyasa katılımcılarına göre finansal piyasalar 'sermaye piyasası' ve 'para piyasası'ndan oluşmaktadır⁵¹.

Finansal piyasaları genel olarak dört farklı açıdan sınıflandırabiliriz;

1. Para ve sermaye piyasaları; para piyasalarında bir yıldan kısa vadeli fonlar el değiştirirken sermaye piyasalarında daha uzun vadeli fonlar el değiştirir.

⁴⁷ Alexander Gordon J., William F. Sharpe ve Jeffrey V. Bailey, **Fundamentals of Investments**, 2. Basım, New Jersey: Prentice-Hall International Inc., 1993, s. 1.

⁴⁸ Arman Tevfik, **Risk Analizine Giriş**, İstanbul: Alfa Aktüel Kitabevleri, 1997, s. 1-2.

⁴⁹ Erdinç Altay, **Sermaye Piyasası'nda Varlık Fiyatlama Teorileri**, İstanbul: Derin Yayınevi, 2004, s. 3.

⁵⁰ Mehmet İnam, **Sermaye Piyasası, Borsalar, Kurumlar, Araçlar, İşlemler**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2007, s. 43.

⁵¹ **Para Piyasası Enstrümanları**, İstanbul: İAB Yayınları, No:15, 2002, s. 13.

2. Birincil ve İkincil Piyasalar; birincil piyasada ilk arz , ihraç yapılırken, ikincil piyasada önceden ihraç edilmiş menkul değerler alınır ve satılır.

3. Organize ve Tezgah üstü Piyasalar; hukuki operasyonel alt yapısı olan piyasalar organize piyasalarken, bu özellikleri olmayan iki veya üç tarafından kendi arasında yaptığı işlemler tezgah üstü piyasaya dahildir.

4. Spot ve Vadeli Piyasalar; spot piyasalarda işlem tutarının tamamı ödenip anında teslimat yapılırken, vadeli piyasalarda işlem tutarının belli bir miktarı teminat olarak yatırılıp vadede teslimat yapılır⁵².

Kıymetli madenleri daha etkin kullanmak istediğimiz ve çalışmamızda yoğunlaştığımız piyasalar Organize Sermaye piyasalardır. Bu Organize Sermaye piyasasında önemli bir yere sahip olan kurumlardan biri İstanbul Altın Borsası'dır. İAB'nın başlıca görev ve yetkileri aşağıda verilmiştir.

- a) Borsada HM tarafından tanımlanan ve standartları belirtilen kıymetli madenlerin işlem göreceği kıymetli maden piyasalarını oluşturmak,
- b) Teşekkül ettirilecek piyasalarla ilgili hukuki düzenlemeleri ve organizasyonu yapmak,
- c) Borsada yapılan alım-satım işlemlerinin güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan borsa üyelerine yönetmeliklerde belirtilen müeyyideleri uygulamak,
- d) Borsada, olağan dışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri almak,
- e) Kıymetli madenlere dayalı ve bunların ödünç verilmesini konu olan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaları oluşturmak,
- f) SPK ve HM tarafından tevdi edilen görevleri yapmak⁵³.

⁵² Mustafa Kemal Yılmaz, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, İstanbul: Der Yayınları, 2002, s. 4-11.

⁵³ İAB, **İstanbul Altın Borsası ve Kıymetli Madenler Mevzuatı**, İstanbul: İAB Yayınları No:8, 2001, s. 42-43.

İAB’da altın, gümüş, platin ve standart dışı altın işlemleri yapılabilmekte olup kısaca işlem yapılabilecek maden standartlarını açıklayacak olursak;

Altın: HM’nın Altın Standartları Tebliği ile belirtilen uluslar arası rafine çıkışlı 995/1000 ile 999.9/1000 saflıkta altınlar TL/kg, USD/ons ve Euro/ons cinsinden işlem görebilir.

Gümüş: ‘Kıymetli Madenler Borsasında İşlem Görecekt Gümüş ve Platin Standartları ve Rafinerileri Tebliği’ ile belirtilen uluslar arası nitelikte 99.9/100 saflıktaki gümüşler YTL/kg, USD/ons ve Euro/ons cinsinden işlem görebilir.

Platin: ‘Kıymetli Madenler Borsasında İşlem Görecekt Gümüş ve Platin Standartları ve Rafinerileri Tebliği’ ile belirtilen uluslar arası nitelikte 99.95/100 saflıktaki platinler YTL/kg, USD/ons ve Euro/ons cinsinden işlem görebilir.

Standart Dışı Altın İşlemleri: ‘Kıymetli Madenler Borsasında İşlem Görecekt Altın Standartları ve Rafinerileri Hakkında Tebliğ’ nin 5’inci maddesi ile belirlenen ve ayarları 585/1000 milyem ve yukarısında, ağırlıkları 1 ile 15 kg arasında bulunan standart dışı altın külçeler, Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü yada bu kurumun belirleyeceği kuruluşlarca düzenlenecek ayar raporuna göre YTL/kg, USD/ons ve Euro/ons cinsinden İAB’da standart dışı altın olarak işlem görebilirler⁵⁴.

Ticaret Kanununda menkul kıymetlerin tarifi olmadığı gibi, menkul kıymetler terimi de geçmemektedir. Bu terim ilk olarak 1929 tarihinde çıkarılan 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile literatüre girmiştir. Menkul kıymet tanımında en önemli unsur, hukuken kıymetli evrak niteliğinde oluşudur. Kıymetli evrak ise, bir hakkı temsil etmek üzere tanzim edilen ve o haktan ayrılması mümkün olmayan belgedir. Kıymetli evrak niteliğinde bir belgenin temsil ettiği hak belgeden ayrı olarak kullanılamayacağı ve devredilemeyeceği gibi, hakkı elde tutarak belgeyi devretmekte mümkün değildir⁵⁵.

⁵⁴ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, 3. Basım, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2007, s. 159.

⁵⁵ Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, 5. Baskı, Bursa: Alfa Kitapevi, 2004, s. 331.

Bir aracın menkul kıymet sayılabilmesi için;

- Ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlaması
- Belli bir meblağı temsil etmesi
- Yatırım aracı olarak kullanılabilmesi
- Dönemsel getiri sağlaması
- Misli nitelik taşıması
- Seri halinde çıkarılması
- Aynı ibareli olması gereklidir

Hak ancak senet ile birlikte kullanılır ve hak senetle birlikte devredilir. Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraklar diğer sermaye piyasası araçlarını oluşturmaktadır. Ancak çek, poliçe, nakit bono ile mevduat sertifikaları sermaye piyasası aracı olarak sayılmamaktadır⁵⁶.

Hisse senetleri, hisse senedi türevleri, geçici ilmühaberler, yeni pay alma kuponları, tahviller, tahvil türevleri, tahvil faiz kuponları, hazine bonoları, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, gayrimenkul sertifikaları, tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç senetleri, Borsa yatırım fonu katılma senetleri, A tipi yatırım fonları menkul kıymet sayılan araçlardır⁵⁷.

2.2 Hisse Senetleri

Hisse senetleri direkt olarak kıymetli maden içermemekle beraber uluslar arası piyasalarda kıymetli madenlerin çıkarılması, işlenmesiyle uğraşan şirketler ve özellikle

⁵⁶ Ahmet Aksoy ve Cihat Tanrıöven, **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, 3. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007, s. 378.

⁵⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, Eğitim İstanbul Yayınları, Ekim 1997, s. 165.

bu şirketlere finansman sağlayan finans kuruluşlarının hisse senetleri kıymetli madene dayalı yatırım aracı olarak kabul edilmektedir.

2.2.1 Hisse Senetlerinin Tanımı ve Niteliği

Bir anonim şirketin, birbirine eşit paylardan birini temsil eden, sahibine şirkete payı nispetinde ortaklık sağlayan kıymetli evraktır. Hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar, şirket karından pay alma, şirket yönetimine katılma, oy kullanma, tasfiyeden pay alma, şirket faaliyetlerinden bilgilenme ve rüçhan hakkına (sermaye artırımında öncelikli pay alma hakkı) sahiptirler. Hisse senedi çıkarabilen anonim şirketler ve anonim şirket statüsünde kurulan şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar ve TC Merkez Bankası, sigorta şirketleri, aracı kuruluşlar gibi özel kanunlarla kurulmuş olan kuruluşlar tarafından yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen ve belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden senetlerdir⁵⁸.

Hisse senetleri, diğer taşınır değerler gibi hakkı temsil eden belgedir. Bu belgelerin üçüncü kişilere devri üzerlerinde yazılı değer ve bağlı haklarda devir anlamına gelir. Bir hisse senedinin usulüne uygun biçimde devredilmesi halinde, devri alan kimse hisse senedinin şirketteki sermaye payı ile birlikte ortaklık hakkına da sahiptir. Hisse senetlerine modern finans aracı gözüyle bakılmaktadır. Her hisse senedi sahibi işletmenin de paydaşı olmakta ve kardan pay almaktadır. Bu nitelikleriyle hisse senetleri, sermaye şirketlerinde hisse sahiplerinin sermaye payları üzerindeki tasarruf hakkını temsil eden değerli belgeler niteliğindedir. Bir anonim şirkette sermaye artırılması halinde kar payı adıyla dağıtılan karın, sermaye yükseltilmesinden sonra daha fazla hisse senedi sahibi arasında bölüşülmesi gerektiği için, sermaye artırımlarında eski paydaşların kar payları azalma tehlikesiyle karşılaşmaktadır. Kanun da bu durumu göz önünde tutarak sermaye artırımında eski paydaşlara yeni pay senedi alma (ön alım) hakkı tanımaktadır⁵⁹.

Hisse senedi, işletmelerde malikliği gösteren bir belgedir. Anonim şirketler, öz sermaye ihtiyaçlarını hisse senedi çıkartarak karşılarlar. İşletmeler, ihraç ettikleri hisse

⁵⁸ Ünal Şakar, **Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Eskişehir: Eğitim ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, No:143, 1998, s. 104.

⁵⁹ Selahattin Tuncer, **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul: Okan Yayıncılık, 1985, s. 207.

senetlerinin tamamını halka arz etmeyebilirler. Halka arz edilmeyen bu hisse senetleri şirket portföyünde tutulduğundan, kasa hisse senetleri olarak tanımlanır⁶⁰.

Hisse senedi, menkul kıymet kapsamı içinde yer alan ve sabit getirili olan tahvil ile birlikte sermaye piyasasında en çok talep gören araçlardan biridir⁶¹.

2.2.2 Hisse Senetlerinin Ekonomik İşlevleri

- Hisse senetleri geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.

- Halkı ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını sağlarlar.

- Üretim araçlarının ve iktisadi işlemlerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.

- Halkın tasarrufuna ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlenen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım hem de gelirin değerini enflasyona karşı korur.

- Aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır. Bir şirket, yatırım veya işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyulduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka hangi yoldan sağlasa, bunun bir aracılık maliyeti vardır ve aracılık maliyetinin en yüksek olduğu finansman türü de banka kredisidir. Bankalar mevduat toplarken, mevduat sahibine verdikleri faizin çok üstünde bir faizi kredi işlemlerinde alırlar⁶².

Hisse senedi, şirkete öz kaynak niteliğinde finansman sağlayan bir araçtır. Hisse senetleri diğer menkul değerler gibi hakkı temsil eden belgelerdir. Hisse senetleri piyasalarının bir ülkenin ekonomik gelişiminde çok büyük katkıları vardır. Hisse

⁶⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Kitapevi, 2000, s. 91.

⁶¹ Reha Tanör, **Halka Arz**, İstanbul: Beta Yayınevi, 2. Cilt, 2000, s. 111.

⁶² Suudi Apak ve Engin Demirel, **Finansal Yönetim Sermaye Piyasaları**, İstanbul: Papatya Yayınları, 2009, s. 167.

senetleri piyasaları yolu ile şirketler önemli tutarda özkaynak sağlarken, ülkeler de yurt dışı piyasalardan döviz sağlarlar. Hisse senetleri ihraç eden şirketler, yeni ortaklar bularak şirketlerine özkaynak sağlamaktadır. Özkaynak yolu ile sağlanan finansmanın en önemli katkısı, şirketin finansman riski ile ilgilidir. Özkaynak yolu ile sağlanan sermayeye şirketin ödemesi gereken sabit bir faiz veya yükümlülük olmaması, anaparalara geri ödenme zorunluluğu bulunmaması şirkete bir risk yüklemeyecektir. Buna karşılık borçlanma yolu ile sağlanan kaynaklar işletmelerin finansman riskini artırmaktadır. Diğer taraftan bugün tüm ülkeler hisse senedi yolu ile uluslararası sermayeyi ülkelerine çekmek için çaba göstermektedir. Birçok gelişmekte ola ülke sermaye pazarlarında istikrarı sağlayarak her yıl milyarlarca dolar tutarında ülkelerine döviz girişi sağlamaktadır. Hisse senetlerinin hukuki, iktisadi, özellik ve nitelikleri TTK'nunda belirlenmiştir⁶³.

2.2.3 Hisse Senetlerinin Sahibine Sağladığı Haklar

- Şirket karından pay alma hakkı
- Rüçhan hakkı
- Oy kullanma hakkı
- Şirket yönetimine katılma hakkı
- Tasfiyeden pay alma hakkı
- Şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı

Bu haklardan en önemlileri kâr payı alma hakkı ve rüçhan hakkıdır⁶⁴.

2.2.3.1. Kar Payı Alma Hakkı

Pay sahibinin en önemli mali haklarından biridir. TTK'nun 469. Maddesine göre, kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça, kar payı dağıtılamaz⁶⁵.

⁶³ İMKB, *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, s. 131.

⁶⁴ Apak ve Demirel, *a.g.e.*, s. 166.

Hisse senedi hamillerine kar paylarının ödenebilmesi için, hisse senedi üzerine kupon çıkarılmışsa, ilgili yıla ait kuponun ödeme tarihinden itibaren gönderilmesi gerekmektedir. Eğer hisse senedinin üzerinde kupon çıkarılmamışsa hisse senedi sahibinin ortaklığını ispat etmesi gerekmektedir. Borçlar Kanunu'nun 126. Maddesi çerçevesinde, kar payı ödenmeye başladıktan itibaren 5 yıl içinde talep edilmezse zaman aşımına maruz kalır⁶⁶.

2.2.3.2 Rüşhan Hakkı

Anonim şirketlerin, gerçekleştirdikleri sermaye artırımlarına mevcut ortaklıkların öncelikle katılma hakkına rüşhan hakkı denir. Bir diğer tanımlamaya göre; sermaye artırımında yeni sermayeden elde edilen her bir hisseye karşılık artırılan oranda nominal bedel veya nominal bedelin üzerindeki primli fiyattan yeni hisse senedi alma hakkıdır. Rüşhan hakkı kullanma süresi 15 günden az, 60 günden fazla olamaz. Şirket, rüşhan hakkı kullanma sürelerini yayınladığı sirkülerde ilan eder⁶⁷.

Bir örnek verecek olursak; A anonim ortaklığının hisse senedi borsada 5800 TL'den işlem görürken şirket %100 sermaye artırımına gitmiş ve yeni pay senetlerinin 1000 TL nominal değerden satışa sunmuştur. Şirketle hiçbir ortaklık bağı olmayan yatırımcı 1000 TL ödeyerek bir adet hisse senedi alsın. Sermaye artırımından sonra hisse senedinin borsa fiyatı 2900 TL'ye düşecek, bu durumda yeni ortak yaptığı yatırımdan 1900 TL kâr sağlayacaktır. Bu kâr eski ortağın sermaye artırımından önce 5800 TL olan zenginliğinin sermaye artırımından sonra 2900 TL'ye düşmesinden kaynaklanmakta ve eski ortaktan yeni ortağa haksız bir kazanç transferi olmaktadır. Böyle bir haksızlığı önlemek için şirketler hisse senetlerini nominal değerleri ile satışa çıkarmakta ve ilk satın alma hakkını mevcut hisse senedi sahiplerine tanımaktadır. Bu hakka rüşhan hakkı denmektedir⁶⁸.

Rüşhan hakkı sadece mevcut hisse senedi sahiplerinin zenginliklerini korumaya yönelik değildir. Aynı zamanda ortaklıktaki sermaye oranını da korumayı amaçlamaktadır. Örneğin 10.000.000 TL kayıtlı sermayesi olan bir anonim ortaklığın

⁶⁵ Türk Ticaret Kanunu, md.469 (6762 S.K.), Resmi Gazete, 9353, (29.06.1956)

⁶⁶ "Borçlar Kanunu, mad.126, (818 S.K.)", Resmi Gazete, 359, 22.04.1926.

⁶⁷ Apak ve Demirel, **a.g.e.**, s. 167.

⁶⁸ Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, 3.Basım, İstanbul: Alfa Yayınları, 1998, s. 51.

%25 hissesine sahip bir ortak, sermayenin 20.000.000 TL'ye çıkarılması halinde %25 olan ortaklık payını, yeni çıkarımdan aldığı nominal değerdeki hisselerle koruma olanağına sahip olacaktır⁶⁹.

2.2.4 Hisse Senedi Piyasasının İşleyişi

- *İşlem miktarı*, bir seansta veya belirli bir dönemde alınıp satılan menkul kıymet adedidir.

- *İşlem hacmi*, her hisse senedi için gerçekleşen işlemlerdeki hisse senedi sayısı ile işlem fiyatının çarpılmasıyla elde edilen değerlerin toplamıdır.

- *İşlem birimi*, bir sermaye piyasası aracının, kendisi ya da katları ile işlem yapılabilecek asgari sayısını ya da değerini ifade eder. Hisse senedi piyasasında işlem birimi olarak lot kullanılır.

- *Ağırlıklı ortalama fiyat*, bir sonraki seansa ait baz fiyatının hesaplanmasına esas oluşturan hisse senedinin miktar ağırlıklı ve küsuratsız fiyatıdır. Her hisse senedi için her seans öncesinde bir önceki seans işlemleri dikkate alınarak ayrı ağırlıklı ortalama fiyat hesaplanır. Hisse senedinin ağırlıklı ortalama fiyatı hesaplanırken, değişik fiyattan ve miktarlardan gerçekleşen ve fiyatı tescil edilen normal emirler dikkate alınır.

- *Baz fiyat*, o menkul kıymetin en son işlem tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatının o fiyata en yakın fiyat adımına yuvarlanması ile elde edilir.

- *Fiyat adımları*, her hisse senedi için bir defada gerçekleşebilecek en küçük fiyat değişimidir. Her hisse senedinin fiyat adımı, o hisse senedine ait baz fiyatına göre değişir⁷⁰.

⁶⁹ J. C. Celendenin ve G. A. Christy, **Introduction to Investments**, Fifth Edition, Mc.Graw Hill Book Co., 2003, s.

66.

⁷⁰ Apak ve Demirel, **a.g.e.**, s. 168.

2.2.5 Hisse Senedi Türleri

Hisse senetleri tedavül kabiliyetlerine, şirket karına iştiraklerine ve sermayeyi temsil edip etmediklerine göre ayrılmaktadırlar.

2.2.5.1 Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri

Hisse senetleri tedavül kabiliyetleri bakımından hamiline yazılı ve nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Esas mukavelede aksine hüküm bulunmadıkça hisse senetleri nama yazılı olması lazımdır⁷¹.

Hisse senedi ihraç eden şirketin esas sözleşmesi, ihraç edilecek hisse senetlerinin hamiline veya nama yazılı olacağını belirtir. Bunların bir kısmı nama, bir kısmı da hamiline yazılı olabilir. Ne kadarının nama, ne kadarının hamiline yazılı olacağı ve bunların hangi ortaklara tahsis edileceği ana sözleşmede açıkça gösterilir⁷².

Nama yazılı hisse senetleri sahipleri ad, soyadı ve adresiyle pay defterine kaydedilir. Şirkete karşı ancak adı pay defterinde kayıtlı bulunan şahıslar ortak sıfatını taşımaktadır⁷³. Şirket için, aksi sabit olmadıkça, bu defterde kayıtlı kişi hisse senedinin malikidir. Kar payı havale yoluyla gönderilecekse, bu kişiye göndermekle şirket kar payını ödemiş olur. Devir, şirkete karşı ancak pay defterine kayıtlı hüküm ifade eder⁷⁴. Devraldığı hisseyi pay kütüğünde işletmemiş olan yeni malik kar payının eski malike havale edilmesinden dolayı şirkete rücu edemez. Ancak, kuponla ödemede kuponu kim ibraz ederse kar payı ona ödenir. Fakat şirket devir keyfiyetini esas mukavelede belirlenen sebeplerden dolayı pay defterine kayıttan imtina edebilir⁷⁵.

2.2.5.2 Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Anonim şirket statüsündeki kuruluşların, kar payının dağıtılmasında ve tasfiyeye gidilmesi durumunda, varlıkların dağıtılması ve benzer hususlarda ortaklar

⁷¹ Türk Ticaret Kanunu, md.409 (6762 S.K.).

⁷² Karşlı, **a.g.e.**, s. 446.

⁷³ Türk Ticaret Kanunu, md.417 (6762 S.K.).

⁷⁴ Türk Ticaret Kanunu, md.416 (6762 S.K.).

⁷⁵ Türk Ticaret Kanunu, md.417 (6762 S.K.).

arasında farklı bir durum yaratmayan hisse senetleri adi hisse senetleri olarak tanımlanmaktadır⁷⁶.

Ortaklık haklarının bazılarında diğer ortaklara göre imtiyaz sağlayan hisse senetleri ise imtiyazlı hisse senetleridir. İmtiyazlı hisse senetleri yönetime katılma, oy kullanma, rüçhan hakkı kullanımında, kardan pay alma açısından imtiyazlar sağlamaktadır. İşletmelerin imtiyazlı hisse senedi çıkarmaları durumunda esas sözleşmede şartlarını belirtmeleri gerekmektedir. Yatırım ortaklarında ise imtiyazlı hisse senedi çıkarılmamaktadır.

Hisse senetlerinde imtiyaz; hisse senedinin sahibine sağladığı haklar konusunda da verilmektedir. Bu imtiyazlar:

- Oy hakkından imtiyaz,
- Temettü hakkından imtiyaz,
- Tasfiye payında imtiyaz verilmesi biçiminde düzenlenebilir⁷⁷.

İmtiyazlı hisse senetleri yasal olarak öz kaynak olarak da ifade edilebilir. Adi hisse senedine benzer yönü ise tüm alacaklılara ödeme yapıldıktan sonra imtiyazlı hisse senedi sahiplerine ödeme yapılmasıdır. Şirketler vergi matrahlarını hesaplarken, imtiyazlı hisse senetleri kar payını düşemezler. Adi hisse senedi kar payları gibi, imtiyazlı hisse senedi kar payları da vergiden sonraki kardan ödenir. Bu durum, işletmelerin imtiyazlı hisse senedi ihraç etme kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Hisse senedi satarak fon sağlamayı tercih eden, ancak yönetimi de elden kaçırmak istemeyen ortaklar, oy hakkı olmayan imtiyazlı senetleri ihraç ederler. Ancak bu tür hisse senetlerinin sermaye piyasalarında çok çekici olmadıklarını belirtmek gerekir. İmtiyazlı hisse senedi sahipleri, işletme varlıklarının likit haline dönüşmesinde veya geri

⁷⁶ Rıza Aşıkoglu, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1983, s. 34.

⁷⁷ Aksoy ve Tanrıöven, **a.g.e.**, s. 380.

kalan değerin dağıtımında adi hisse senedi sahiplerinden önce ve tahvil sahiplerinden sonra hak sahibidirler⁷⁸.

2.2.5.3 Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Bedelli artırıma konu olan hisse senetleri ya kuruluş aşamasında çıkarılırlar ya da sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafında veya üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Bu hisseler karşılığında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmış olur. Yedek akçe, dağıtılmamış kar, yeniden değerleme değer artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak hisse senetleri için yeni bir ödeme veya yeni taahhüde gerek yoktur. Burada mevcut payların değerleri yükseltilmekte ve gerçekte iç kaynaklardan bir ödeme yapılmaktadır. Bu durumda yeni hisse senetleri eskisinin bir uzantısı olduğundan, bedelsiz hisse senetlerini edinme hakkı eski ortaklara yani pay sahiplerine aittir⁷⁹.

2.2.5.4 Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Nominal değeri olmayan hisse senedi ihracı mümkün değildir. Nominal değerinden aşağı bir bedelle hisse senedi ihraç edilemez. Nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir. Primli hisse senedi ihraç edebilmek için ya ana sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul kararı olmalıdır. Kayıtlı Sermaye Sisteminde ise ana sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere, yönetim kurulu kararı ile primli hisse ihraç edilebilir. Primli hisse senedi ihraç edilebilmesi halinde oluşacak emisyon primleri vergiye tabi olmaktadır⁸⁰.

2.2.5.5 Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Belli bir sermaye payını temsil etmeyen kurucu senetleri, şirketin yönetimine katılma hakkını da vermez. Kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere, ana sözleşme

⁷⁸ Eugene F. Brigham ve Louis Gapenski, **Financial Management, Theory and Practice**, Ninth Edition, The Dryden Press, Fort Worth, 1999 , s. 43.

⁷⁹ Handan Uzun, “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları”, **Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları**, İstanbul: 2005, s. 6.

⁸⁰ Şenol Babuşcu ve Adalet Hazar, **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**, Ankara: Akademi Yayınları, 2007, s. 27.

gereğince şirket karının bir bölümüne katılma hakkı vermek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olarak ihraç edilir⁸¹.

Şirket genel kurulunun alacağı kararlar doğrultusunda çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak bazı kimselere kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleri intifa hisse senetleri olarak adlandırılır. Kurucu ve intifa hisse senedi sahiplerine, şirket karından kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra bütün hisselerle ödenmiş sermayenin %5'i oranında kanuni birinci temettü ödenmeden özel temettü ödenmez⁸².

2.2.6 Hisse Senedi Değer Tanımlamaları

Hisse senetlerinin verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde yer alan tanımlardır. Hisse senedi değer tanımları;

- Defter değeri
- Nominal değeri
- Tasfiye değeri
- İşleyen teşebbüs olarak sıralanabilir.

2.2.6.1 Defter Değeri

Belli bir dönemdeki şirket malvarlığına göre hazırlanmış olup, öz sermayenin hisse senedi sayısına bölünmesi ile belirlenen değere denir. Öz sermaye, ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlar ve karşılıklardan meydana gelmektedir⁸³.

2.2.6.2 Nominal Değeri

Hisse senetlerinin üzerinde yazılı olan fiyattır. Hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından toplam sermaye miktarını belirleyebilmek ve

⁸¹ Türk Ticaret Kanunu, md.402 (6762 S.K.).

⁸² Babuşcu, **a.g.e.**, s. 28.

⁸³ Nuray Kondak, **Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş**, İstanbul: Der Yayınları, 1999, s. 63.

bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek amacıyla verilen değerdir. Nominal değer; hisse senedinin üzerinde yazılı olduğu, ekonomik anlamda pek değer taşımayan, daha çok yasal anlamda değeri olan bir tanımlamadır. Nominal değer, önceleri, şirketin gerçek değerine yakın bir değeri tanımlamaktaydı; ancak 1900'lü yılların başlarında bazı aracılardan, ellerindeki hisse senetlerini nominal değer altında bir değere satması ile nominal değer bu anlamı sulandırılmış oldu⁸⁴.

Hisse senedinin nominal fiyatı en az bir kuruş olabilir ve bu değer en az birer kuruş olarak yükseltilebilir⁸⁵.

TTK madde 399'a göre hisse senetlerinin itibari kıymeti en az bir Yeni Kuruş'tur. Bu kıymet en az birer Yeni Kuruş olarak yükseltilebilir. Bu fıkrada belirtilen miktar Bakanlar Kurulunca yüz katına kadar arttırılabilir.

Yukarıdaki fıkra hükmünce aykırı çıkarılan hisse senetleri batıldır; bunları çıkaranlar hisse senedi sahiplerine karşı müteselsilen mesuldürler. Şirketin müşkülleşmiş olan mali vaziyetinin ıslahı için hisse senetlerinin itibari kıymeti en az bir Yeni kuruşa kadar indirilebilir⁸⁶.

İlk defa 1912'de New York borsasında, minimum değer sınırlaması olmadan, üzerine istenilen nominal değer yazılabilen hisse senedi ihracına izin verilmiştir. Ancak, bu eğilim 1920'lere kadar sürmüştü ve 1920'lerden sonra şirketler daha çok düşük nominal değerli (örneğin 1 Dolar) hisse senedi ihracına ağırlık vermişlerdir⁸⁷.

2.2.6.3 İşleyen Teşebbüs Değeri

İşletmenin bir bütün olarak çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değerdir. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile bu kazanç için gerekli kazanç oranı dikkate alınır. Tasfiye değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır. İşleyen teşebbüs değeri, firmanın faaliyetlerini sürdürürken hisse başına bulacağı değeri ifade etmektedir. Bu değer, tasfiye değerinde

⁸⁴ Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları Analizler**, İstanbul: Alfa Yayıncılık, 2005, s. 176.

⁸⁵ İMKB, 2010, <http://www.imkb.gov.tr/products/stocksmain/stockpricedefinitions.aspx> (22.02.2010), s. 1.

⁸⁶ TTK, mad. 399, (Değişik: 9.12.2004 – 5274/1 md.)

⁸⁷ Jack Clark Francis, **Investments, Analysis and Management**, Fifth Edition, New York: McGraw-Hill Book Company, 1991, s. 51.

olduğu gibi tüm varlık değerinden tüm borçlar düşüldükten sonra kalan tutarın, hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Ancak buradaki fark, toplam varlık değerinin belirlenmesinde yatmaktadır. Tasfiye değerinde varlıkların zorunlu satışı ile elde edilecek değer, toplam varlık değerini belirlerken, işleyen teşebbüs değerinde tüm varlıkların cari piyasa değerleri dikkate alınmakta ve bu değere firmanın itibarını, pazar payını, markasının piyasadaki imajını ifade eden şerefiye (goodwill) değeri de ilave edilmektedir. Tanımından hareketle, nasıl hisse senetlerinin minimum değeri tasfiye değeri ile belirleniyor ise, işleyen teşebbüs değeri ile de, yine tanımından hareketle, hisse senetlerinin maksimum değeri belirlenmektedir. Varlık değerlemesinde kullanılan ve işleyen teşebbüs değerine benzeyen bir başka yaklaşım da, Varlıkların Piyasa Fiyatı / Yerine Koyma Maliyeti oranıdır. Bu oran, ekonomistler arasında Tobin's q olarak da bilinmektedir⁸⁸.

2.2.6.4 Tasfiye Değeri

Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değeri piyasa değerinin araştırılmasında önemlidir. Çünkü şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Bu durumda hisse senetlerinin piyasa değeri, tasfiye değerinin altına düştüğünde ise, o işletmeyi likidite etmek en akılcı yol olacaktır. Hisse senedinin muhasebe ya da tasfiye değeri beklenen nakit girişlerini hesaba katmaması sebebiyle sadece iflas ve tasfiye durumundaki ortaklıklarda önem taşır⁸⁹.

2.2.7 Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri

Kıymetli madenler işi ile uğraşan ortaklıklar ile bu işe kaynak sağlayan finansman ortaklıkları tarafından ihraç edilen hisse senetleri kıymetli madenlere dayalı hisse senetleridir. Kıymetli madenlere dayalı bir hisse senedinin gelecekteki değeri

⁸⁸ Kane Markus Bodie, **Investments**, Fifth Edition, McGraw-Hill Book Company, 2004, s. 531.

⁸⁹ Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 4. Baskı, İstanbul: Beta Yayın, 2001, s. 127.

yalnızca kıymetli madenin değerine değil aynı zamanda şirketin yönetim ve işletme yapısına dayalı gelişmesine de bağlıdır⁹⁰.

Bir anonim ortaklıkta bazı hisseler ana sözleşme vasıtası ile imtiyaz hakkı tanınabilir. Mutlak karar oyu veya veto hakkı taşıyabilecek bu hisseler “altın hisse” (golden share) denir. Türkiye’de ilk olarak 1988 yılında halka arz edilen Teletaş’ta bu şekilde altın hisseler yer verilmiştir. Bu senetlerin adındaki “altın” sözcüğünün görüldüğü üzere fiziki altınla ilgisi bulunmamaktadır.

Altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı hisse senetleri bedelli veya bedelsiz olarak ihraç edilebilir. Kuruluş veya sermaye artırımlarında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmasını sağlayan hisse senetleri bedelli hisse senetleri, yedek akçe, dağıtılmamış kar, yeniden değerlendirme artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi vasıtası ile çıkarılan hisse senetlerine bedelsiz hisse senetleri denir. Bedelsiz hisse senedi edinme hakkı öncelikle mevcut ortaklara aittir, bunun sebebi hali hazırda ortak oldukları şirketin sahip olduğu varlıkların sermayeye katılmasındandır.

Kıymetli madenlere dayalı hisse senetleri primli veya primsiz olabilir. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetleri primsiz, bu bedelden yüksek bir bedele ihraç edilen hisse senetleri primli hisse senetleridir. Primli hisse senedi ihracı için ya esas sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde, esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak şartı ile yönetim kurulu kararı ile primli hisse senedi ihraç edilebilir⁹¹.

İntifa hisse senedi ise pay sahibine, pay bedeli iade edilmesine rağmen, onun anonim ortaklıkta pay sahibi kalması durumunda verilir ve bu senedin sahibinin yönetim hakları da dahil bütün pay sahipliği haklarını kullanmasını sağlar⁹².

Kıymetli madenlere dayalı hisse senetleri, kıymetli evrak niteliğinde, temsil ettikleri hakkın türü bakımından “ortaklık senetleri”, hakkın senetten önce doğmuş olup

⁹⁰ “A Guide To Investing In Gold”, **World Gold Council**, 23 February 2003. s. 22.

⁹¹ Karşlı, **a.g.e.**, s. 343.

⁹² <http://www.vergiturk.com/ack/intifasenedi.html> (01.06.2010), s. 1.

olmaması yönünden “açıklayıcı”, devir şekli açısından nama veya hamiline düzenlenebilir menkul kıymet niteliğinde senetlerdir⁹³.

Kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işletmek üzere kurulan yatırım ortaklıklarının ihraç ettikleri hisse senetleri, kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarındandır. Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumları olarak tanımlanmaktadır. Yatırım ortaklığının portföyü, sayılan değerlerin yalnızca birini konu alıp kurulabileceği gibi, karma nitelikte de olabilir. Yatırım ortaklarının ihraç edeceği hisse senetleri, yalnızca nakit karşılığı çıkarılabilir⁹⁴.

Kıymetli madenlere dayalı hisse senedi türevleri de şu şekilde olabilir;

- Kıymetli madenlere dayalı kar zarar ortaklığı belgeleri: Kıymetli madenlerle alakalı sektörlerde finansman ihtiyacını karşılamak için, yurt içi ve dışında ihraç edilebilen menkul kıymet türlerinden biri de, kıymetli madenlere dayalı kar zarar ortaklığı belgeleridir.

- Kıymetli madenlere dayalı katılma intifa senetleri: Kıymetli maden işiyle alakalı sektörlerde faaliyet gösteren ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık hakkını devretmeksizin kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma gibi haklar sağlayan kıymetli madenlere dayalı katılma intifa senetleri çıkarabilirler.

- Kıymetli madenlere dayalı oydan yoksun hisse senetleri: Kıymetli madenler sektöründe faaliyette bulunan ortaklıklar, oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve arzu edildiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleri ihraç edebilirler⁹⁵.

⁹³ Huriye Kubilay, **Türk Hukukunda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları**, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Döner Sermaye İşletmesi Yayınları, 1998, s. 14.

⁹⁴ “Sermaye Piyasası Kanunu Seri VI, No:4”, Resmi Gazete, 21301, 31.07.1992.

⁹⁵ Kubilay, **a.g.e.**, s. 15-16.

Altın, gümüş, platin ve paladyum madenciliği yapan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmanın avantajları ve dezavantajları şu şekilde sıralanabilir.

Avantajları;

- Kıymetli madenin değeri artışından direkt olarak yararlanılmasını sağlar. Örnek olarak, altın madenciliği yapan bir şirket altın fiyatının 950 \$/ons olduğu bir dönemde ons başına 50 \$ kar yaparken fiyatın 1000 \$/ons'a çıkmasıyla beraber masrafları aynı düzeyde tutabilmişse karını ons başına 100 \$'a çıkarır. Başka bir işte kar yüzdesini bu denli arttırmak mümkün olmayabilir,

- Madencilik şirketleri yeni rezervleri keşfetmeleri veya zengin maden yataklarını işletmek için anlaşma imzalamaları durumunda kârlarını ciddi oranda arttırabilirler,

- Yabancı madencilik şirketlerine yatırım yapılması durumunda yerel hükümetin alacağı kararlardan etkilenilmez.

Dezavantajları;

- Avantajlarda bahsedilen durum; maden fiyatının düşmesiyle dezavantaja hatta madenin kapanmasına dahi yol açabilir. Bir ons altın 950 \$ iken ons başına 50 \$ kar yapan bir maden, fiyatın 900 \$'ın altına düşmesi durumunda madenin geçici sürede olsa kapanması kaçınılmazdır,

- Madencilik şirketleri çıkardıkları mineralin fiyatının yanı sıra buldukları bölgedeki politik, siyasi gelişmelerden etkilenebilirler. Siyasi sebeplerden dolayı lisansları iptal edilebilir, madencilik faaliyetlerine son verilebilir. Bu dezavantajdan etkilenmemek için BHP Billiton gibi birçok ülkede ve çeşitli mineralleri çıkararak faaliyet gösteren büyük şirketler tercih edilebilir. Tabii bu şirketlerin yaptığı kârlı yeni madencilik anlaşmalarında fiyatlarının nispeten daha az etkileneceği de kaçınılmazdır,

- Ufak madencilik şirketlerinin hisse senetleri sermaye piyasalarında likidite edilmesi problem yaratabilecek yatırım araçlarıdır.

- Bir veya iki madencilik şirketinin hisse senedine yatırım yapmak riski bölmek açısından iyi bir tercih olmayabilir. Birçok madencilik şirketinin hisse senedini portföyünde barındıran yatırım fonları riski bölmek için tercih edilebilir⁹⁶.

2.3 Yatırım Fonları

Kıymetli madenlere dayalı yatırım fonları uluslararası piyasalarda hem fiziksel olarak kıymetli maden içeren hem de kıymetli maden sektöründeki şirketlerin hisse senetlerinden oluşan sektörel yatırım fonları olmak üzere iki tipteyken, ülkemizde borsada yeteri kadar sektör şirketi bulunmamasından ve diğer kıymetli madenlere yatırım talebi gelmemesinden dolayı sadece fiziksel olarak altına dayalı yatırım fonları vardır. İleride bu fonların yapılarını ve içeriklerini incelemeden önce teorik olarak yatırım fonları bu bölümde ele alınacaktır.

2.3.1 Yatırım Fonlarının Tanımı

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37. Maddesinde belirtildiği gibi yatırım fonu, halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacı ile kurulan mal varlıkları olup tüzel kişilikleri yoktur⁹⁷.

İlgili kanunda da belirtildiği gibi fonun tüzel kişiliği yoktur; ancak malvarlığı kurucunun malvarlığından ayrıdır. Kurucu, fonu, yatırım fonu katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Fon varlığının korunması ve saklanması kurucu sorumludur. Kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasındaki ilişkilere bu Kanunda ve ilgili mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanununun Vekalet Akdi hükümleri uygulanır⁹⁸.

Yatırım fonları sermaye piyasasında yer alan en etkili kuruluşlardan biri olup özellikle küçük tasarrufların, yatırım imkânlarını artırarak sermaye piyasasının gelişmesinde önemli rol oynarlar. Bunun yanı sıra, literatürler de başka benzer tanımlara

⁹⁶ Alan Dunwiddie, *How To Invest In Gold And Silver*, Ad Publishing, 2008, s. 42-43.

⁹⁷ Aksoy ve Tanrıören, *a.g.e.*, s. 141.

⁹⁸ "Sermaye Piyasası Kanunu No: 2499 Madde 37" - (Değişik madde: 29/04/1992 - 3794/27 md.)

da rastlanmaktadır. Yatırım fonları, emanet müessesinden yararlanmak suretiyle kurulan ve çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü yed-i emin sıfatıyla işleten kuruluşlardır. Bir başka ifadeyle, yatırım fonları, bireysel yatırımcıların tasarruflarını bir havuzda toplayıp, uzman portföy yöneticileri ile bu fonları sermaye piyasası araçlarına yatırarak riskin dağıtılması esasına göre değerlendiren finansal kurumlar olarak da tanımlanabilir. Türkiye’de yatırım fonları ilk olarak 2499 sayılı ve 28.07.1981 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer aldı ve bununla ilgili Tebliğde 13.12.1986 tarihinde yayınlandı. Bu çerçevede ilk başvuru Yapı Kredi Bankası A.Ş’ce gerçekleştirildi, ancak ülkemizde ilk fon Türkiye İş Bankası tarafından 06.07.1987’de kuruldu⁹⁹.

Şu an ülkemizde ilgili düzenleme ile alakalı olarak yürürlükte olan kanun; SPK’nın Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VII, No:10) 19.12.1996 tarihinde güncellenmiş, 28.07.1981 tarihli ilgili düzenlemenin bazı maddeleri güncelleştirilmiş, yayımlanan tebliğ ile eski tebliğinin hükmü kalmamıştır¹⁰⁰.

2.3.2 Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Yatırım fonları farklı kriterlere göre değişik şekillerde sınıflandırılmaktadır. En çok kullanılan yöntem, pay sayısının değişebilirliği ile portföy yapıları ve yatırım hedefleri kriterlerine göre yapılan sınıflandırmadır¹⁰¹.

2.3.2.1 Pay Sahipliğinin Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonları, pay sayısının değişebilirliği kriterine göre açık uçlu ve kapalı uçlu yatırım fonları olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

2.3.2.1.1 Açık Uçlu Yatırım Fonları

Pay sayısı sabit olmayan, talebin seviyesine göre pay sayısı artırılabilen veya azaltılabilen fonlar açık uçlu yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır. Açık uçlu yatırım

⁹⁹ Hüseyin Dalgıç, **Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 249, 2007, s. 15.

¹⁰⁰ “SPK, Seri:VII, No:10”, (19.12.1996 tarihli ve 22852 sayılı Resmi Gazete)

¹⁰¹ Saim Kılıç, **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2002, s. 19.

fonlarının katılma belgeleri için ikincil bir piyasa söz konusu değildir. Yatırımcı fondan pay almak veya fondaki paylarını satmak isterse, fon yönetimi ile ilişki kurmak zorundadır. Bu tür fonlarda pay sahibi, payını istediği an fona geri satabilme olanağına sahiptir. Dolayısıyla, fon portföyünde bir miktar nakit veya hemen nakde dönüştürülebilecek varlıklar bulunması gerekmektedir. Bu fonlarda payların fiyatları, portföydeki kıymetlerin değerlerine ve toplam pay sayısına göre belirlenmektedir. Bu nedenle, fiyatları arz ve taleple kontrol etmek olanaklı olmamaktadır. Fiyatlar belirlenirken bir önceki günün öğleden sonraki piyasa değeri kullanılmakta ve fiyatlar kıymetlerin piyasa değerlerine bağlı olarak bulunan net aktif değer pay sayısına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Yatırım açısından açık uçlu yatırım fonlarının dikkati çeken yönü; dolaşımdaki pay sayısına ve portföyündeki varlıkların piyasa fiyatına bağlı olarak gerçekleşen pay fiyatlaması nedeni ile fon fiyatının düşen bir piyasada da yükselebilmesi ve nakit pozisyonu nedeni ile taşıdığı likit olma özelliğidir¹⁰².

Açık uçlu yatırım fonları hemen hemen en likit karaktere sahip menkul kıymetlerdir. Bu fonlarda, yatırımcı yatırımı istediği an paraya çevirebilme olanağına sahip olmakla birlikte, likiditesi düşük getirisi yüksek menkul kıymetler kadar da getiri elde edebilme imkânına sahiptir. Bunun yanı sıra, fonun pay fiyatı iki değişkene (fon portföyündeki menkul kıymetlerin değerleri ile pay sayısına) bağlı olmakta ve piyasayla her zaman aynı değişmeyi göstermesi gerekmemektedir. Bu da yatırımcıya ilave bir avantaj sağlamaktadır¹⁰³.

2.3.2.1.2 Kapalı Uçlu Yatırım Fonları

Fon belirli bir sermaye ile kurulmakta ve daha sonra sermaye değişmemektedir. Katılma belgelerinin tamamı satıldığı halde fona katılmak isteyenler varsa, yeni bir sermaye ile yeni bir fon kurulmaktadır. Kapalı uçlu fonlar, yeni pay ihraç etmediklerinden aktifleri (varlıkları) açık uçlu fonlara göre genellikle daha istikrarlı, ancak daha risklidir. Katılma belgeleri borsada ve borsa dışında alınıp satılabilmektedir.

¹⁰² Targan Ünal, **Gelişmekte Olan Piyasalar ve Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları, No: 7, 1995, s. 50.

¹⁰³ Tefvik Gürman, **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları**, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995, s. 6.

Kapalı uçlu yatırım fonlarının pay bedelleri piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir¹⁰⁴.

Sabit sayıda pay ihraç eden kapalı uçlu yatırım fonlarında pay başına fiyat hesaplamasındaki farklılıklar, fonun açık uçlu yatırım fonlarına göre cazibesini azaltmaktadır. Bu fonlarda, pay başına net varlık değeri veya fonun menkul kıymetlerinin gerçek değeri, fon fiyatına eşit olmayabilmektedir. Başa baş fiyatında işlem gerçekleşmemesi, fon fiyatının fon portföyündeki menkul kıymetlerin gerçek değerini yansıtmamasına, fonun net varlık değerinin pay başına satış fiyatına eşit olmamasına neden olmaktadır. Ancak, bu fona ait katılma belgelerinin borsada işlem görmesi, borsaya hacim kazandırmaktadır. Kapalı uçlu bir yatırım fonlarına yönelik talep daha fazla olmaktadır. Ancak, genelde kapalı uçlu yatırım fonlarının piyasada fiyatları net varlık değerlerinden az olmaktadır. Kapalı uçlu yatırım fonlarının ilk satış fiyatları ise, çeşitli ihraç giderlerini kapsayacak biçimde net varlık değerlerinden yüksek olmaktadır. Bu durumdan yararlanmak için genellikle kapalı uçlu yatırım fonlarının paylarına kısa satış yapılmaktadır. Eğer piyasadaki fiyat düşerse, kısa satış yapanlar piyasadan anlaşma yaptıkları fiyattan daha ucuza pay almak suretiyle kar elde etmektedir. Açık uçlu yatırım fonları ile kapalı uçlu yatırım fonları arasındaki bir diğer fark da, açık uçlu fonların inançlı mülkiyet esasına göre, kapalı uçlu fonların ise, şirket esasına göre kurulmasıdır¹⁰⁵.

2.3.2.2 Portföy Yapılarına ve Hedeflerine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonlarını portföylerinde yer verdikleri varlık ve menkul kıymetlerin türlerine göre 12 grupta sınıflandırabiliriz;

1. Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar “TAHVİL VE BONO FONU”,

2. Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar “HİSSE SENEDİ FONU”,

¹⁰⁴ Selim Soydemir, “Kurumsal Yatırımcı Olarak Yatırım Fonları ve Ortaklıkları”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 85-86, 1993, s. 11-19.

¹⁰⁵ Soydemir, **a.g.m.**, s. 20.

3. Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar “SEKTÖR FONU”,

4. Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, kurcusunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlar “İŞTİRAK FONU”,

5. Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, belirli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlar “GRUP FONU”,

6. Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar “YABANCI MENKUL KIYMETLER FONU”,

7. Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “KIYMETLİ MADENLER FONU”, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “ALTIN FONU”,

8. Portföyün tamamı, hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar “KARMA FON”,

9. Portföyün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi (Portföyün ağırlıklı ortalama vadesi sermaye piyasası araçlarının ayrı ayrı ortalama vadeleri dikkate alınarak bulunur) en fazla 45 gün olan fonlar “LİKİT FON”,

10. Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar “DEĞİŞKEN FON”,

11. Baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks

kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan fonlar “ENDEKS FON”,

12. Diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlar “FON SEPETİ”¹⁰⁶,

Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir kısmını veya tamamını koruma, belirlenmiş vade veya vadelerde başlangıç yatırımının üzerine belirli bir getiriye garanti etme veya en iyi gayreti gösterme esaslarına göre de;

1. Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edildiği ve şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar “GARANTİLİ FON”,

2. Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı ve şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar “KORUMA AMAÇLI FON”¹⁰⁷,

Katılma paylarının satıldığı yatırımcı profiline göre;

1. Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar “ÖZEL FON”,

2. Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar ise “SERBEST YATIRIM FONLARI” (HEDGE FUNDS) olarak adlandırılır¹⁰⁸.

¹⁰⁶ SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII, No: 10 Bölüm 1 Md. 5 (a-1)

¹⁰⁷ SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII, No: 10 Bölüm 1 Md. 5 (m-n)

¹⁰⁸ SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII, No: 10 Bölüm 1 Md. 5

2.3.2.3 Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Yatırım Fonları

2.3.2.3.1 A Tipi Yatırım Fonları

Portföyünde hisse senedi, devlet tahvili, hazine bonosu ve gecelik repo gibi menkul değerler bulunan yatırım fonlarıdır. İçeriklerine göre taşıdıkları riskler değişmektedir. Hisse senedi fonu, değişken fon bu tip fonlara örnek olabilir.

Portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini devamlı olarak Türk şirketlerinin hisse senedine yatırmış olan fonlar A Tipi olarak adlandırılır¹⁰⁹.

2.3.2.3.2 B Tipi Yatırım Fonları

SPK'nın Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (Seri: VII, No:10) 5. maddesine göre (Ek fıkra, Seri: VII, No: 37) A tipi yatırım fonu özelliklerinde olmayan fonların tamamı B tipi yatırım fonudur. B tipi fonlara ise Likit Fon, Hazine ve Bono Fonu ve Değişken Fon örnek olarak gösterilebilir¹¹⁰.

- Likit Fon, vadesine 90 günden az kalmış piyasa araçlarından oluşmuş fonlardır. Portföyünde çoğunlukla repo, devlet tahvili ve hazine bonosu bulunur. Orta risk düzeyindedir.
- Tahvil ve Bono Fonları, portföyünün en az %51'ini devamlı olarak tahvil ve bonoda değerlendiren fonlardır. Yüksek risk düzeyindedir.
- Değişken Fon, portföy sınırlamaları itibariyle diğer yatırım fonu türlerinden herhangi birine girmeyen fonlardır¹¹¹.

¹⁰⁹ Apak, **a.g.e.**, s. 266.

¹¹⁰ SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII, No: 10 Md. 5, (21.01.2009 tarihli ve 27117 Resmi Gazete)

¹¹¹ Apak, **a.g.e.**, s. 267.

2.3.2.4 Borsa Yatırım Fonları

2.3.2.4.1 Borsa Yatırım Fonlarının Tanımı ve Niteliği

Borsa yatırım fonlarının geçmişi, 1970’li yıllarda ortaya çıkan belli bir portföyün hisseler halinde alınıp satılması fikrine dayanmaktadır. 1990’lı yılların başlarına kadar yeterince ilgi görmeyen bu fon, ABD’de Standard & Poors 500 endeksinin (SPY) piyasaya sürülmesiyle borsa yatırım fonu olarak elde tutulan varlıkların toplam değeri günümüze kadar üssel olarak artmıştır. 1990’lı yılların başlarına kadar çok fazla ilgi görmeyen bu enstrümanlar, SPDR adı verilen ve Standard&Poors 500 endeksini baz alan yatırım fonlarının piyasaya girmesiyle popülerlik kazanmaya başlamışlardır¹¹².

İlk örneklerine 1993 yıllarında rastlanmış ve aradan geçen süre içinde toplam hisse senedi yatırım fonları aktifinin % 2,4’üne ulaşmıştır. 2000 yılında BYF’lerin payı iki kat artarken, 2001 yılında % 50 büyüme göstermiştir. Teknik olarak yatırım fonu olmakla birlikte, işleyiş açısından yatırım ortaklıklarına benzemektedir. İlk BYF’ler AMEX’de işlem görmeye başlamakla birlikte, daha sonra başarılı sonuçlar alınması üzerine New York Borsası’nda da işlemlere açılmıştır¹¹³.

Borsa yatırım fonlarının varlık toplamı, dünyada ilk yaygınlaşmaya başladığı yıl olan 1993 yılından itibaren üssel olarak artmış ve yatırım fonlarının, vadeli işlem sözleşmelerinin ve portföy hesapların geleneksel endeksleme metotlarına benzersiz avantajlar sunarak günümüzde finansal piyasalarda çok önemli bir yere sahip olan bir finansal araç haline gelmiştir¹¹⁴.

2.3.2.4.2 BYF’lerin Alternatif Yatırım Araçları İle Karşılaştırılması

Endekslere yatırım yapmanın en basit yolu ve de yatırım fonlarının icat edilmesinden önce tek yolu endeksin içerdiği tüm hisse senetlerinin satın alınmasıdır. Ancak elde etmenin maliyeti ve karmaşıklığı ve de endeksin her değişmesi durumunda

¹¹² Mehmet Karan Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2001, s. 578.

¹¹³ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Müdürlüğü, **Borsada İşlem Gören Fonlar (Exchange Traded Funds)**, Eylül 2002, s. 7.

¹¹⁴ Baha, **a.g.e.**, s. 580.

tekrar uyarılma yapma zorunluluğu sebebiyle büyük işletmeler hariç uygulanabilir değildir. Örneğin İMKB Ulusal-100 endeksinde 100 hisse senedinin, S&P 500 Endeksinde de 500 hisse senedinin idaresi ve de her değişiklikte, belirtildiği üzere, uyarılma yapılması gerekecektir. 1970’lerde yatırım fonlarının ortaya çıkışı küçük yatırımcıların bir araya gelerek ve ölçek ekonomilerinden istifade ederek endekslere yatırım yapmalarını sağlamış olup endekslere yatırım yapmayı geniş kitlelere mümkün kılmıştır. Yatırım fonlarının düşük maliyetli yatırım aracı olması nedeniyle fonun kapanış net aktif değerinden günde sadece bir kere işlem yapılmasına izin verilerek aktif yatırım sınırlandırılmıştır ve de bir yatırımcının belirli bir zaman aralığında yapabileceği işlemler sınırlandırılmaktadır¹¹⁵.

Türkiye’deki uygulamada ise;

B tipi likit fonlar için;

Katılma belgesi satın almak veya elden çıkarmak isteyen yatırımcılar, Kurucunun izahnamede ilan edeceği katılma belgesinin alım satımının yapılacağı yerlere iş günlerinde başvurarak, içtüzükte belirtilmiş olan esaslara göre saptanan fiyat üzerinden alım ve satımda bulunabilir. Ancak bazı fonlarda belgeyi paraya çevirebilmek için belge sahibinin, bir ya da iki gün (bu süre daha fazla olabilir) öncesinden fona bildirimde bulunması gerekmektedir. Uygulamada katılma belgesi satış ihbar formu olarak bilinen bu husus, fonun nakit pozisyonunu ayarlayabilmesi bakımından kurucunun tercihine bağlı olarak belirlenmekte ve ilan edilen izahname ile yatırımcılara duyurulmaktadır.

A tipi fonlar ile B tipi likit fonlar dışındaki B tipi fonlar için;

Bu fonlar içinse ileri fiyatlama olarak adlandırılan bir fiyatlama sistemi kullanılır. Bu sistemin genel ilkeleri şu şekildedir.

- **Alım talimatları**

¹¹⁵ Scott Rasmussen, “Going long with baskets: A Cost-Benefit Comparison of Exchange Traded Funds and Index Mutual Funds”, **Economics Honors Thesis**, Stanford University, December 2002, s. 11.

Yatırımcıların İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın/Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'ye kadar verdikleri katılma belgesi alım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın/Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'den sonra iletilen talimatlar ilk pay fiyatı hesaplamasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın/Tahvil ve Bono Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir.

- **Satım talimatları**

Yatırımcıların İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın/ Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'ye kadar verdikleri katılma belgesi satım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın/ Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'den sonra iletilen talimatlar ilk fiyat hesaplanmasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın/ Tahvil ve Bono Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir¹¹⁶.

Yatırım fonları, likiditeye önem veren yatırımcı ve işletmeler açısından ilgi çekici olmayan bir seçenek haline gelmektedir ve 1980'lerde endeks vadeli işlem (future) sözleşmeleri ortaya çıkarak söz konusu yatırımcı ve işletmelerin likidite ihtiyaçları karşılanmaya çalışılmıştır. İşletmeler, endekse dayalı bir vadeli işlem sözleşmesi satın alarak oldukça likit bir yatırım gerçekleştirip endeksin performansını elde edebilirler. Vadeli işlem sözleşmeleri ancak yüksek tutarlarda satın alınabildikleri için küçük yatırımcılar için cazip olamamaktadırlar. Ancak borsa yatırım fonlarının ortaya çıkmasıyla birlikte küçük yatırımcılar da gün içerisinde işlem yapabilmek için belirli endekslere likit yatırım yapabilme olanağına sahip olmuşlardır. BYF'ler genel olarak belirli bir hisse portföyü oluşturup bunu baz olarak alırlar. Örneğin en büyük BYF'lerden biri olan SPDR Fonu, S&P 500 içindeki hisse senetlerini barındırmaktadır.

¹¹⁶ *Hisse Senedi Satım Talimatları*, 2009, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253> (12.12.2009), s. 1.

BYF portföyündeki hisse senetleri yetkilendirilmiş bir saklamacı kuruluş bünyesinde muhafaza edilir ve karşılığında BYF'ler ihraç edilerek yatırımcılara satılır. BYF'lere yönelik piyasaların çalışması hisse senedi piyasaları gibidir. Yatırımcılar BYF'leri istedikleri an satma ve satın alma imkânlarına sahiptirler. Bu BYF'lerin en büyük avantajlarından biridir. BYF'lerin değerlendirilmesi portföyüne aldığı hisse senetlerinin net varlık değerleri toplamından kopmaması açısından önemlidir. Bu bağlantıyı ihraççı kuruluş sağlar. Eğer BYF fiyatı bünyesindeki hisse senetlerinin net varlık değerinin çok üstüne çıkarsa, ihraççı kuruluş ilgili hisse senetlerinden alım yaparak saklamacı kuruluşa saklamaya verir ve yeni BYF hisseleri oluşturur. Tersine BYF fiyatı portföydeki hisselerin net varlık değerinin altında düşerse, ihraççı kuruluş BYF hisselerini satın alacak ve bağlantılı hisseleri elden çıkaracaktır. BYF'lerin diğer hisse senedi yatırım fonlarına göre diğer bir avantajı açığa satış imkânına sahip olmasıdır. BYF'ler daha ziyade büyük miktarda işlem yapan ve kısa vadeli likidite tercihine sahip yatırımcı tipine yönelik iken, klasik hisse senedi yatırım fonları küçük ölçekli işlem yapan ve birinciye göre daha düşük likidite tercihine sahip yatırımcı tipine yakındır¹¹⁷.

Maliyet avantajına sahip olan BYF'lerin uyguladıkları komisyon oranları %0.9 ile %0.28 arasında değişmektedir. Ancak en yüksek oranlar da baz alınacak olsa, yine de diğer hisse senedi fonlarından daha düşük maliyet yapısına sahiptirler. Farklılıklarına karşın BYF'lerin yatırım fonları ile önemli benzerlikleri de söz konusudur. BYF'lerin büyük bölümü belirli bir piyasa endeksine odaklıdır. Bu açıdan hisse senedi endeks fonlarına benzerler. Ancak her iki grup birbirinden ilerideki bölümlerde detaylı olarak belirtildiği üzere maliyetler, portföydeki hisselerin değeri ile BYF'ler arasındaki fiyatın takibi, marjlar bakımından ayrılmaktadır¹¹⁸.

2.3.3 Yatırım Fonlarının Kuruluşu ve Faaliyet Şartları

Menkul kıymetler yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Fonun mal varlığı da kurucunun mal varlığından ayrıdır. Kurucu fonu belge sahiplerinin haklarını koruyacak biçimde yönetip temsil eder. Fon kurmak isteyenler bir fon içtüzüğü hazırlayıp notere tasdik ettirerek kurulun istediği diğer belgelerle birlikte kurula izin için başvurur. Banka

¹¹⁷ İMKB Araştırma Müdürlüğü, a.g.e., s. 9.

¹¹⁸ İMKB Araştırma Müdürlüğü, a.g.e., s. 11.

ve sigorta şirketlerinin fon kurmaları durumunda Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın görüşü alınır¹¹⁹.

Kurucu; tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inanca bağlı mülkiyet ilke ve esaslarına göre sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetilmesinden, temsil edilmesinden ve saklanmasından sorumludur. Kurucu; yatırım fonunu, Sermaye Piyasası Kurulu'na, resmi dairelere, katılma belgesi sahiplerine ve üçüncü şahıslara karşı temsil etmektedir.

Kurucu kendi adına fonla ilgili işlemleri yürütmek üzere her bir fon için en az üç kişiden oluşan bir fon kurulu ve en az bir denetçi atar. Fon kurulu üyeliklerine ve denetçiliğe dışarıdan atama yapılabilir. Fon portföyünün yönetilmesi amacıyla yöneticiden portföy yönetim hizmeti alınır. Yönetici, fon portföyünü Kanun, Tebliğ ve fon içtüzük hükümlerine göre yönetmekle yükümlüdür¹²⁰.

Kurucuların fon yönetim işlemlerinin düzgün bir şekilde yürütülebilmesi için yönetimlerindeki tüm fonlara hizmet vermek üzere bir fon yönetimi birimi oluşturmaları zorunludur. Kurucunun banka olması halinde, fon yönetim birimi sermaye piyasası birimi bünyesinde yer alır. Yatırım fonlarının yönetimi dört birimden oluşmaktadır. Bunlar¹²¹:

- Fon kurucusu ve yöneticisi,
- Fon kurulu ve denetçiler,
- Fon hizmet birimi,
- Fon saklama hizmetini yürüten birim'dir

Bir fonun organizasyonu bir yönetim kurulu ve bir finansal danışmandan oluşur. Finansal danışmanın görevi portföyü kurmak ve onu yönetmektir. Finansal danışman bir aracı kurumun alt birimi, bir sigorta şirketi, bir yatırım firması veya bir

¹¹⁹ Aksoy ve Tanrıören, a.g.e., s. 144.

¹²⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul: 2005, s. 98.

¹²¹ Gamze Gökçe, **Gayri Menkul Yatırım Fonları, Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları, Gayri Menkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi**, T. C. Maliye Bakanlığı Milli Evrak Genel Müdürlüğü, Ankara: 1998, s. 91.

banka olabilir. Fondan sorumlu finansal danışman, danışmanlık ücreti adı altında bir ücret almaktadır. Finansal danışmanlık ücreti fon yönetimindeki en büyük maliyeti oluşturmaktadır. Bu ücret genellikle fondaki varlıkların ortalama değerlerinin %0.4 ile %1.5'i kadardır. Fondaki para miktarı arttıkça danışmanlık ücreti yüzde olarak düşer¹²².

Yatırım fonu yönetim ilkeleri aşağıdaki şekildedir¹²³:

a) Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı, ayrı gözetmek zorundadır. Ayrıca, yönetici yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında, müşterilerinden biri veya yatırım fonlarından biri lehine, diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz.

Yönetici fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında objektif bilgi ve belgelere dayanmak ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uymak zorundadır. Bu bilgi ve belgeler ile alım satım kararlarına mesnet teşkil eden araştırma ve raporların en az 5 yıl süreyle yönetici nezdinde saklanması zorunludur.

b) Fon portföyüne, hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınamaz ve portföyden bu değer altında varlık satılamaz. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar için işlem gününde fon lehine alımda en düşük, satışta en yüksek fiyattır.

c) Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Yönetici, fon portföyüne hisse senedi alım satım işlemlerinde, işlemi gerçekleştiren aracı kuruluşun, fonu temsil eden müşteri numarasıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem yapmasını temin etmek zorundadır.

d) Yönetici, fon adına yaptığı alım-satım işlemlerinden dolayı herhangi bir ihraççı veya aracı kuruluştan kendi lehine bir menfaat sağlıyor ise, bu durumu kurucuya açıklamak zorundadır.

e) Yönetici, herhangi bir şekilde kendisine ve üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyünde bulunan varlıkların alım-satımını yapamaz. Ayrıca, fon adına

¹²² Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi**, Ekin Yayınları, 2007, s. 129.

¹²³ Sermaye Piyasası Kurulu, **a.g.e.**, s. 100-104.

vereceği emirlerde gerekli özen ve basireti göstermelidir. Adına yapılacak alım-satımlarda sözleşme ile belirlenecek genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uymak zorundadır.

f) Yönetici, fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiriye sağlayacağına dair yazılı veya sözlü teminat veremez.

g) Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak meslekleri nedeniyle veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar bu bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaati doğrultusunda kullanamaz.

2.3.4 Fon Kurma Yetkisi Olan Kuruluşlar

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş esaslara uyan ve Kurul'ca aranacak nitelikleri taşıyan aşağıdaki kuruluşlar Kurul'dan izin almak koşuluyla yatırım fonu kurup işletebilir. Söz konusu kuruluşlar aşağıda sıralanmaktadır:

- Bankalar,
- Aracı kurumlar
- Sigorta şirketleri,
- Kanunlarında engel bulunmayan Emekli ve Yardım sandıkları,
- 506 sayılı Kanunu'nun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar¹²⁴.

Ancak, yatırım fonu kurmak isteyen kuruluşların, Sermaye Piyasası Kanunu'nda belirtilen türde kuruluşlar olmaları yeterli olmamaktadır. Yatırım fonu kurmak isteyen kuruluşların aşağıdaki niteliklere de sahip olmaları gerekmektedir¹²⁵:

¹²⁴ SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII, No: 10, Md. 9.

¹²⁵ S. Ünal Şakar, **Sermaye Piyasası**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları, No: 109, 1997, s. 73-74.

a) Banka ve aracı kurumların, ihraç veya halka arza aracılık ile alım satımına aracılık faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurul'dan izin almış olmaları,

b) Banka ve sigorta şirketlerinin kendi mevzuatlarına göre sahip olmaları gereken asgari ödenmiş sermayeye sahip olmaları,

c) Kurucuların kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibariyle sürekli veya son bir yıl içinde, bir ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulması kararı verilmemiş olması,

d) Kurucuların, yetkileri hakkında sermaye piyasası ve ilgili mevzuata aykırılıktan dolayı mahkûmiyetlerin bulunmamış olması.

2.3.5 Yatırım Fonlarının Değerleme Tanımlamaları

1. Portföye alınan varlıklar alım fiyatlarıyla kayda geçirilir.

2. Alış tarihinden başlamak üzere portföydeki varlıklardan;

- Borsada işlem gören varlıklar değerlendirme gününde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat ve oranlarla değerlendirilir.

- İMKB küçük işlemler pazarında oluşan fiyatlar değerlemede dikkate alınmaz.

3. Endeks fonların portföylerinde yer alan varlıklardan baz alınan endeks kapsamında bulunan varlıklar endeksin hesaplanmasında kullanılan esaslar, diğer varlıklar ise 2.maddede belirtilen şekilde değerlendirilir¹²⁶.

¹²⁶ Babuşcu, a.g.e., s. 75.

2.3.6 Yatırım Fonlarının Sona Ermesi

SPK'nun Seri VII 10 nolu tebliğinin 53. Maddesinde fonun sona erme sebepleri ve tasfiyesine ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Fonun sona erme sebepleri aşağıda belirtilmektedir.

- a) Fon içtüzüğünde bir süre öngörülmüş ise bu sürenin sona ermesi,
- b) Fon süresiz ise kurucunun Kurul'un uygun görüşünü aldıktan sonra 6 ay öncesinden fesih ihbar etmesi,
- c) Kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi,
- d) Kurucunun mali durumunun zayıflaması, fonun kendi maliyetlerini karşılayamaz durumda olması ve benzer nedenlerle fonun devamının yatırımcıların yararına olmayacağına Kurulca tespit edilmiş olması,

Endeks fonlarda, ay sonları itibarıyla son üç aylık dönemde endeks fonun birim pay değeri ile baz alınan endeksin değeri arasındaki korelasyon katsayısının, fon içtüzüğünde belirtilen korelasyon katsayısının altına düşmesi halinde Kurul, söz konusu fonun tasfiyesini veya türünün değiştirilmesini isteyebilir ve bunların kamuya duyurulmasını sağlayabilir.

Fon denetçisi son bir veya üç aylık dönemler itibarıyla hesaplanan korelasyon katsayısının fon içtüzüğün de belirtilen oranın altına düşmesi halinde, bu durumu, izleyen ilk 6 işgünü içinde FON Kuruluna ve Kurula bildirmekle yükümlüdür.

Fon mal varlığı fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz¹²⁷.

2.3.7 Kıymetli Maden İçeren Yatırım Fonları

Kıymetli maden içeren yatırım fonları fiziksel olarak altın, gümüş, platin ve benzer içeriğe sahip olabileceği gibi madencilik ve maden işletmeciliği ile uğraşan

¹²⁷ Aksoy ve Tanrıören, a.g.e., s. 142.

şirketlerin hisse senetlerinden oluşan fonlarda yurtdışında kıymetli madenlere dayalı yatırım fonu olarak ele alınmaktadır.

Fon aktarım mekanizmasında rol oynayabilecek önemli bir sermaye piyasası aracı da kıymetli madene dayalı yatırım fonlarıdır. Madencilik alanında menkul kıymetlere yatırım yapılmak isteniyorsa fakat hangi menkul değere yatırım yapılacağına karar verilemiyorsa yurtdışında kıymetli madenleri çıkarma işiyle uğraşan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonları uygun bir alternatif yatırım aracı olarak karşımıza çıkar. Yatırım fonlarına yatırım bir uzman portföy yöneticisinin deneyimini gerektirir. Bazı yatırım fonları uluslararası menkul kıymetlerin karışımından oluşurken bazıları da Kuzey Amerika, Avustralya veya Güney Afrika gibi belirli bölgelerde faaliyet gösteren madencilik şirketlerine yatırım yaparlar¹²⁸.

Altın yatırım fonları, İstanbul Altın Borsası ile gelişen ve Türk ekonomisine katma değer yaratan yatırım fonlarıdır. Kıymetli maden yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerinin ilgili maddeleri ile düzenlenmektedir.

Kıymetli madene dayalı yatırım fonları, yatırımcıya birçok kolaylık getirmiştir. Diğer fonlar, alım-satım için seans kapanış fiyatını beklerken, kıymetli maden içeren yatırım fonları ise seans sırasında her an ve herhangi bir aracı kurum tarafından, düşük alım satım aralığı, komisyon ve maliyetlerle kolayca alınıp satılabilmektedir.

Gerek yalnızca standart fiziki altın, diğer kıymetli madenler ile altına veya diğer kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarını, gerekse bunlarla birlikte diğer varlıkları portföyüne alan yatırım fonları aracılığıyla altına ve diğer kıymetli madenlere yönelik tasarruf talebinin sermaye piyasasına çekilmesi mümkündür. Tasarruf sahipleri, bu yatırımlarıyla, profesyonel portföy yönetimi ve risk dağılımı esaslarından yararlanabilirler.

Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar 'ALTIN VE DİĞER KIYMETLİ MADENLER FONU', Portföyünün tamamı hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye

¹²⁸ "A Guide To Investing In Gold", a.g.e., s. 23.

piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin % 20'sinden az olmayan fonlar 'KARMA FON' olarak adlandırılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği seri 7, numara onun 8. maddesine göre fon portföyündeki varlıklar, saklayıcı nezdinde yapılacak bir sözleşme çerçevesinde saklanır. Fakat kanun tebliğinin 14. maddesine göre ise fon portföyündeki kıymetli madenlerin İstanbul Altın Borsasında saklanması zorunludur. Aynı kanun tebliğinin 14. maddesinin devamında kıymetli madenlerin saklanmasına ilişkin sözleşmenin esasları İstanbul Altın Borsası tarafından belirlenir. Bu iki kanun tebliği maddesi birbiri ile çelişmekte, kıymetli madenlerin saklanması konusunda geçerli kanun hükümlerinde kesin bir bilgi bulunmamaktadır¹²⁹.

Yatırım fonları İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç Piyasasında portföylerindeki kıymetli madenlerin piyasa değerlerinin en fazla %25'i tutarındaki kıymetli madenleri ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ayrıca, piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri karşılığında ödünç alacaklarını temsil etmek üzere çıkarılan sertifikaları aynı oranda portföye alabilirler ve portföylerinde bulunan sertifikaları piyasada satarak portföyden çıkarabilirler. Kıymetli maden ödünç işlemleri ile kıymetli maden ödünç sertifikası alım-satım işlemleri söz konusu piyasadaki işlem esasları ile teminat sistemi çerçevesinde yapılır.

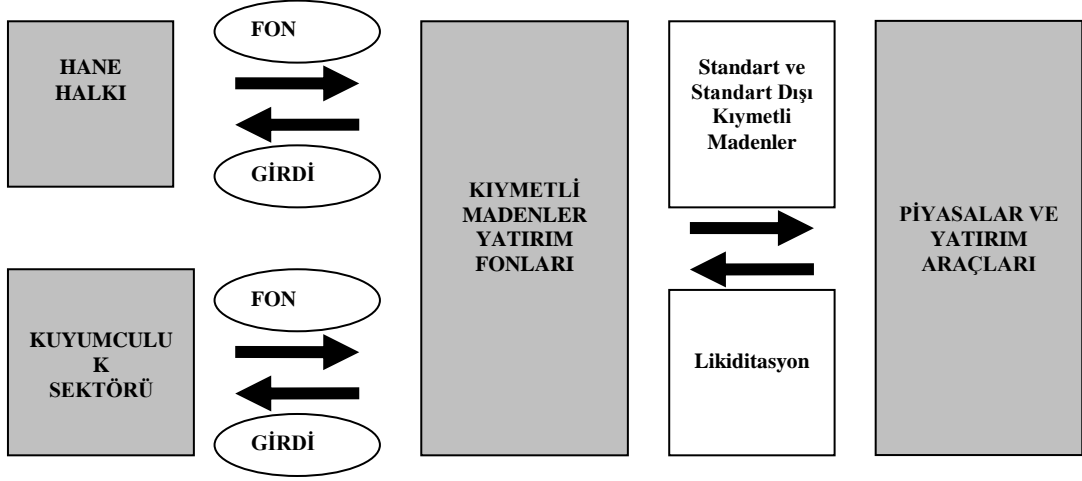
Her türden profesyonel ve amatör yatırımcılar için düşük maliyet ve kolaylık getiren ayrıca saklama güvenliği de olan bu fonlar doğrudan altına yatırım yapmak isteyen yada altın fiyatını hedge etmek (korunaklamak) isteyen herkese tasarruf veya ticaret amaçlı olarak yatırım imkanı sunar. Kurumsal yatırımcılar ve bireysel emeklilik fonlarının da alım satım yapabildikleri bu fonlara olan talebin hızla arttığı gözlenmektedir.

Aşağıdaki tabloda kıymetli madenler yatırım fonlarının dolaşımı yer almaktadır.

¹²⁹ SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII, No: 10 Bölüm 1 Md. 8-14

Şekil 2.1

Kıymetli Madenler Yatırım Fonlarının Dolaşımı



Kaynak : <http://www.spk.gov.tr> (11.10.2009)

Fiziki olarak maden içeren yatırım fonlarının avantajları ve dezavantajları şu şekilde sıralanabilir.

Avantajları;

- Yatırımcı kişisel olarak kıymetli madeni saklama riskinden kurtulur. Saklama ve sigorta masraflarıysa daha büyük meblağlardaki maden için bir havuz oluşturularak yapılacağından daha azdır,
- İngiltere'deki yatırımcılar hisse senetlerinin aksine damga vergisi ödemezler,
- Avrupa Birliğindeki yatırımcılar için KDV ödmeden gümüşe yatırım yapmanın hukuki yoludur,
- Yatırım yapılan madenin getirisini veya değer kaybını yansıtan, kıymetli madenin değer kaybı yaşamasının dışında riske girmeyen pasif yatırım aracıdır.

Dezavantajları;

- Fazla yatırımcısı, derinliği olmayan yatırım fonlarını likide dönmek sıkıntı yaratabilir,
- Maden fiziksel olarak elinizde değildir,
- Avantajlar bölümünde belirtildiği gibi pasif yatırım araçlarıdır. Madenin fiyat artışını ve azalışını direk yansıtırlar. Risk almak istemeyen yatırımcı için iyi ama agresif ve yüksek getiri bekleyen yatırımcı açısından dezavantajdır¹³⁰.
- Kıymetli maden içeren fonların içindeki kıymetli maden miktarı yönetim ve gider kesintilerinden dolayı zaman içerisinde azalmaktadır ve bu uzun vadede kıymetli maden içeren yatırım fonlarının cazibesini yitirmesine yol açmaktadır.

2.4 Bonolar

Bono İtalyanca kökenli bir kavramdır. Cenevre anlaşmasıyla uluslar arası kabul edilen bir terimdir.

TTK 688/b.2'ye göre; bono; kayıtsız ve şartsız belli bir bedel ödemek vaadini içerir. Buradan anlaşılıyor ki, bononun temelinde 'borç vaadi' (borç ikrarı) yatmaktadır¹³¹. Bono ikili bir ilişki oluşturur. Bono, düzenleyen tarafından düzenlenir ve lehdara verilir. Lehdar ilk hamildir¹³². Ciro edilmemiş bonodaki ilişki ikili olmakla birlikte, senedin ciro edilmesi ve senet nedeniyle sorumlu kişiler lehine aval verilmesi gibi nedenlerle kişi sayısı artabilir¹³³.

Bonoyu genel olarak tanımlarsak; belirli şekil koşullarına bağlı ve belirli bir miktar paranın ödenmesi taahhüdünü içeren kıymetli evrak niteliği taşıyan borç senedine bono denir. Diğer bir ifadeyle bono, öyle bir senettir ki onunla senedi imzalayan belirli bir meblağı belirli bir kişiye veya onun emrine vadede ödemeyi taahhüt eder¹³⁴. Bono hamiline düzenlenmez. Hamiline düzenlenmiş bono kıymetli evrak olarak hükümsüzdür. Nitekim Yargıtay da, Lehdar adının çizilmesi veya boş olan

¹³⁰ Dunwiddie, a.g.e., s. 47-48.

¹³¹ Türk Ticaret Kanunu, md. 688/b.2, (6762 S.K.)

¹³² Hüseyin Ülgen ve diğerleri, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6. Basım, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s.105.

¹³³ Mehmet Bahtiyar, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6. Basım, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2009, s. 99.

¹³⁴ Hayri Donamıç, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 2. Basım, İstanbul: 1975, s.339.

Lehdar adı yerine ‘hamiline’ yazılması halinde bu senedin kambiyo senedi olmayacağına hükmetmiştir.

Ticaret kanunumuzda bono 4 madde halinde düzenlenmiş ve 690. Maddedeki atıf gereğince, niteliğine aykırı düşmedikçe poliçe hakkındaki hükümlerin bu kıymetli evrak türüne de uygulanması öngörülmüştür¹³⁵.

Bononun unsurları, noksanları, tatbik olunacak hükümleri, tanzim edenin mesuliyeti TTK’nın 688 - 691. maddelerinde düzenlenmiştir¹³⁶.

Bono veya Emre Muharrer Senet

A) Unsurlar¹³⁷:

Madde 688 - Bono veya emre muharrer senet:

1. Senet metninde (Bono) veya (Emre muharrer senet) kelimesini ve senet Türkçe'den başka bir dilde yazılmışsa o dilde bono karşılığı olarak kullanılan kelimeyi;

2. Kayıtsız ve şartsız muayyen bir bedeli ödemek vaadini;

3. Vadeyi;

4. Ödeme yerini;

5. Kime ve kimin emrine ödenecek ise onun ad ve soyadını;

6. Senedin tanzim edildiği gün ve yeri;

7. Senedi tanzim edenin imzasını;

ihativa eder¹³⁸.

B) Noksanlar:

¹³⁵ Nazif Kaçak, **İçtihatlarla Bono**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2001, s. 34.

¹³⁶ İsmail Kayar, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 5. basım, Ankara: Detay Yayıncılık, 2006, s. 131.

¹³⁷ Geniş açıklama için bkz: Hüseyin Ülgen ve diğerleri, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6. Basım, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s.106; Mehmet Bahtiyar, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6. Basım, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2009, s. 100.

¹³⁸ Türk Ticaret Kanunu, md. 688 (6762 S.K.).

Madde 689 - Aşağıdaki fıkralarda yazılı haller mahfuz kalmak üzere, bundan önceki maddede gösterilen unsurlardan birini ihtiva etmeyen bir senet bono sayılmaz.

Vadesi gösterilmemiş olan bono, görüldüğünde ödenmesi şart olan bir bono sayılır.

Sarahat bulunmadığı takdirde senedin tanzim edildiği yer, ödeme yeri ve aynı zamanda tanzim edenin ikametgâhı sayılır.

Tanzim edildiği yer gösterilmeyen bir bono, tanzim edenin ad ve soyadı yanında yazılı olan yerde tanzim edilmiş sayılır¹³⁹.

C) Tatbik olunacak hükümler:

Madde 690 - Bononun mahiyetine aykırı düşmedikçe poliçelerin cirosuna ait (593-602) ve vadeye dair (615 - 619) ve ödeme hakkındaki (620 - 624) ve ödemedan imtina halinde müracaat haklarına dair (625 - 639 - 641 - 643) ve araya girme suretiyle ödemeye ait (646, 650 - 654) ve suretlere müteallik (658, 659) ve bozup değiştirme hakkındaki (660) ve müruruzamana ait (661 - 663) ve iptale müteallik (669 - 677) ve tatil günleri, müddetlerin hesabı ve atıfet mehillerinin yasağı, poliçeye müteallik muamelelerin yapılması icap eden yer ve imza hakkındaki (664 - 668) ve kanunlar ihtilafına dair (678 - 687) inci maddeler hükümleri bonolar hakkında da caridir.

Kezalik üçüncü bir şahsın ikametgahında veya muhatabın ikametgahından başka bir yerde ödenmesi şart olan poliçeye müteallik (586 ve 609) ve faiz şartına mütedair (587) ve ödenecek bedele dair muhtelif beyanlar hakkındaki (588) ve muteber olmayan bir imzanın neticelerine dair (589) ve temsil salahiyetim haiz olmayan veya salahiyeti hududunu aşan bir kimsenin imzasına mütedair (590) ve açık poliçeye müteallik (592) inci madde hükümleri, bonolar hakkında da caridir.

Avala mütedair (612 - 614) üncü maddeler hükümleri de bonolar hakkında tatbik olunur.

¹³⁹ Türk Ticaret Kanunu, md. 689 (6762 S.K.).

613 üncü maddenin son fıkrasında derpiş edilen halde aval, avalin kimin hesabına verildiğini göstermezse bonoyu tanzim eden kimse hesabına verilmiş sayılır¹⁴⁰.

D) Tanzim edenin mesuliyeti:

Madde 691 - Bir bonoyu tanzim eden kimse; tıpkı bir poliçeyi kabul eden gibi mesuldür.

Görüldüğünden muayyen bir müddet sonra ödenmesi şart olan bonoların tanzim edene (605) inci maddede yazılı müddetler içinde ibraz olunması lazımdır.

Tanzim eden, bononun kendisine ibraz edildiği bono üzerine ibraz gününü işaret etmek ve imzasını koymak suretiyle teyit eder. Müddet ibraz şerhi tarihinden itibaren işlemeye başlar. Tanzim eden; bononun kendisine ibraz edildiğini, gününü işaret etmek suretiyle teyit etmekten imtina ederse keyfiyet bir protesto ile tespit edilir. Bu takdirde müddet protesto gününden itibaren işlemeye başlar¹⁴¹.

Bonolar, sahibine alacak hakkı veren kıymetli evrak niteliğindeki borçlanma senetleridir. Sermaye piyasasında bonolar; banka Bonoları, banka garantili bonolar ve finansman bonoları olarak bir grup halinde ele alınmaktadır¹⁴².

Devletin bir yıl, anonim ortaklıkların en az iki yıl ve daha uzun vadeyle, ödünç para bulmak amacıyla, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir. DİBS’de vadeleri bir yıldan uzun olan senetler devlet tahvili, vadesi bir yıldan kısa olanlar hazine bonosu olarak adlandırılmaktadır¹⁴³.

2.4.1 Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar

Banka Bonoları; Kalkınma ve Yatırım Bankalarının borçlu sıfatıyla düzenleyip, Kurul’ca kayda alınmasını müteakip ihraç ettiği emre veya hamiline yazılı kıymetli evraktır. Banka Garantili Bonolar; bankadan kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre

¹⁴⁰ Türk Ticaret Kanunu, md. 690 (6762 S.K.).

¹⁴¹ Türk Ticaret Kanunu, md. 691 (6762 S.K.).

¹⁴² Karşlı, **a.g.e.**, s. 400.

¹⁴³ Şenol Babuşcu ve Adalet Hazar, **Tahvil ve Bono Piyasaları**, Ankara: Akademi Consulting&Training, 2007, s.2-3.

muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ve Kurul'ca kayda alınmasını müteakip, ihraç edilen kıymetli evraktır. Bunların tahvil ihracından farkı, tahvil ihracındaki formalitelere tabi bulunmaması, tahvil ihracı gibi masraflı ve zaman kaybettirici olmaması, en önemlisi, bir sürü formalite ve külfete katlanmışken büyük miktarlarda çıkarılan tahvillerin aksine, lazım olduğu zaman ve lazım olduğu kadar çıkarılması, vade bakımından da tahvilden daha esnek bulunmasıdır¹⁴⁴.

Bankaların satabileceği bonolardan herhangi bir anda tedavülde bulunabilecek en yüksek tutar tedavül limitidir. Tedavül limiti, bankaların onaylı son bilançolarındaki ödenmiş sermaye ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından zararların düşülmesiyle bulunan tutardan daha fazla olamaz. Bonolar, bankalarca vadeye göre belirlenecek oranlarda iskonto edilerek bulunan fiyat üzerinden satılır. SPK, banka bonolarının vadelerinin en az 90, en çok 360 gün olacağını tebliğde belirtmiştir. Vadeler, satış sırasında belirlenerek, düzenlenen bonoların üzerine yazılır. Banka garantili bonolarda ise, satışın yapıldığı anda vadelerine en az 90, en çok 720 gün kalmış olması şarttır. Banka bonolarını ve banka garantili bonoları ikinci el piyasada serbestçe alınıp satılabilir. İkinci el piyasada satış için bonoların arka yüzünde beyaz ciro yapılması yeterlidir¹⁴⁵.

2.4.2 Finansman Bonoları

Batı ülkelerinde “commercial paper” olarak adlandırılan ve vadelerinin kısıtlığı nedeni ile para piyasası aracı olarak kabul edilen finansman bonolarının ihraç koşulları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiştir. Finansman bonusu, anonim ortaklıkların kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak üzere, SPK kaydına alınmak suretiyle, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır. Finansman bonusu, tahvil gibi bir borçlanma senedir. Tahvilden farkları; tahvile göre daha kısa vadeli olması, daha büyük nominal değerli olması, nominal değerinin finansman bonusunun ana parası ile vadeye kadarki faizini içermesi ve ilk el yani ihraç bedelinin iskonto edilerek

¹⁴⁴ Karşlı, a.g.e., s. 400.

¹⁴⁵ Kaçak, a.g.e., s.36

bulunması olarak sıralanabilir. Finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden fazla olmamak üzere ihraççı tarafından belirlenir. İhraççılar; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş idare ve işletmeleri olarak tanımlanmıştır. Finansman bonolarında ayrı bir faiz ödemesi yapılmamakta ve bunların satışında iskonto esası uygulanmaktadır. Dolayısıyla satılan finansman bonolarının üzerinde yazılı bedel, anaparayı ve faizi kapsamaktadır. Vadelerine göre en yüksek iskonto oranı, ortaklık tarafından serbestçe belirlenerek Sermaye Piyasası Kurulu'na önerilmektedir. Ancak yine de bu oranın tamamen serbest bir ortamda belirlenmediği de bir gerçektir. Zira eğer kurul ortaklık tarafından belirlenen oranı yüksek bulursa düşürme yetkisine de sahiptir¹⁴⁶.

Finansman bonoları teminatlarına göre aşağıdaki şekilde gruplandırılabilir;

- Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları: A tipi,
- İhraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş (banka destek kredisi, ihraççının finansman bonusu bedellerinin ödenmesi için bankanın kısmen veya tamamen kullandırmayı taahhüt ettiği krediyi ifade eder) Finansman bonoları: B tipi,
- Banka garantisi taşıyan finansman bonoları: C tipi,
- Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları: E tipi,
- Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları: F tipi, adları altında düzenlenir¹⁴⁷.

2.4.3 Kıymetli Maden Bonoları

Dünyada uzun bir geçmişe sahip olan kıymetli maden bonoları ihraç edildikleri dönemlerde oldukça fazla talep görmüşlerdir. Özellikle zayıf para birimlerine sahip

¹⁴⁶ Kaçak, **a.g.e.**, s.36

¹⁴⁷ *Finansman Bonoları*, 2009, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf> (23.11.2009), s. 10.

ülkelere de parasal belirsizlikler nedeni ile ve altının değer artışlarından kar sağlama ihtimali ile hükümetler ve özel şirketler tarafından kullanılmışlardır¹⁴⁸.

Bilindiği üzere, bono ihraç eden anonim şirketler, bono sahiplerine karşı anapara ve faiz ödeme borcu altına girerler. Bu para borcunun kıymetli madenler değer kaydına bağlanmış olması; kıymetli madenlere endeksli olması mümkündür.

Kıymetli madenler değer kaydı, akdin konusunu kıymetli madenler kıymetine dayandırmak suretiyle, akdin taraflarını para değerinin dalgalanmalarından korumak amacıyla kullanılan bir şarttır.

“Kıymetli madenler değeri kaydı” ile “kıymetli madenler ile ifa/kıymetli madenle ödeme kaydı” her ikisi de para değerindeki değişimlere karşı başvuru olan önlemlerden olmakla birlikte birbirinden farklı kavramlardır. “Kıymetli maden değeri kaydı”, para borcunun Türk parası ile ödenmesini, “kıymetli maden ile ifa” ise borcun kıymetli madenle ile ifa edilmesini ifade eder. “Kıymetli maden değeri kaydı” ile para borcunun, “kıymetli maden ile ifa” da ise mal borcunun yerine getirilmesi söz konusu olmaktadır.

Endeksli/indeksli tahvil (Indexed bonds), özellikle hızlı enflasyon dönemlerinde ihraç edilen; ihraç tarihi ile vade arasına kıymetli maden fiyatı veya belirli bir döviz kurundaki artış yüzdesine göre anaparanın arttırılarak tahvil sahibine ödenmesini öngören bir tahvil türüdür. Anaparanın korunmasını sağlayan bu tür tahviller, enflasyona karşı yalnızca faiz oranını koruyan değişken faizli tahvillere oranla daha avantajlıdır.

Bonolara, “kıymetli maden değeri kaydı” konulduğu takdirde, kıymetli maden, faiz oranlarının ve/veya itfa bedelinin belirlenmesinde hesaplama anahtarı işlevi görür.

Kıymetli maden değeri kaydının bir sözleşmede yer almasının nedeni, sözleşmenin yapıldığı tarihten sonra ülke parasının değerindeki veya alım gücündeki azalma olasılıklarına karşı alacaklıyı korumaktır. Kıymetli maden değeri kaydı içeren ya da kıymetli madenlere endeksli bonolarda faiz oranı ve/veya anaparanın enflasyon

¹⁴⁸ İstanbul Altın Borsası, “Türkiye’de Altın Piyasası”, **İstanbul Altın Borsası Raporu**, İstanbul, 2003, s. 27.

karşısındaki değerinin korunması mümkündür. Faiz oranlarının kıymetli madenlere endeksli olarak belirlenmesi değişken faizli tahvil (floating rate bonds) ihracı ile mümkündür. Değişken faizli tahvil, tahvil ihraç eden kuruluşlar bakımından orta vadede ihraç ve satışlarda durgunluğa sebep olan faiz oranlarının düşmesi olasılığının mevcut olduğu durumlarda bono piyasasının tıkanmaması için gelecekte faizin değerini yitirmesi riskini bertaraf etmek amacıyla piyasalara çıkarılır. Anaparanın korunması da bonoların ihraç tarihi ile vadesi arasında kıymetli maden fiyatlarındaki artış yüzdesine göre anaparanın arttırılması suretiyle gerçekleştirilmektedir. Gerek devletin, gerekse özel sektörün kıymetli maden değeri içeren bonolar ihraç etmesi mümkündür.

Altın, gümüş ve platin bonoları, İAB üyesi bankalar ile kıymetli maden aracı kurumlarının belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ederek iskontolu veya iskontosuz olarak sattıkları menkul kıymetlerdir. Bonoların iskontolu veya iskontosuz satılması mümkün, iskontolu satış halinde iskonto oranı ihraççı tarafından serbestçe belirlenir¹⁴⁹.

Halka arz edilmek suretiyle ve iskonto esasına göre satışa sunulan altın, gümüş ve platin bonolarının satışında uygulanacak vadeye uygun iskonto oranları yıllık bazda hesaplanarak, satışın yapılacağı yerlerde satış süresi içerisinde ihraççı tarafından duyurulur. Altın, gümüş ve platin cinsi maden bonolarının satış bedeli, esasları izahatname ve sirkülerde belirtmek kaydıyla, Türk Lirası, döviz veya kıymetli maden olarak tahsil edilir. Yatırım amaçlı kıymetli madenlere yönelik arz edilen bonoların, hane halkının altın ve diğer kıymetli maden yatırım ihtiyacına cevap verebilmektedir.

SPK'nın Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği'nin (Seri:II, No:22) 56. maddesine göre altın, gümüş, ve platin bonoları, İAB üyesi bankalar ile kıymetli maden aracı kurumlarının belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ederek iskontolu veya iskontosuz olarak sattıkları menkul kıymettir. Altın, gümüş ve platin bonolarının vadesi 60 günden az 360 günden çok olamaz. Halka arz edilmek suretiyle ve iskonto esasına göre satışa sunulan altın, gümüş ve platin bonolarının satışında uygulanacak vadeye uygun iskonto oranları yıllık bazda hesaplanarak, satışın yapılacağı yerlerde satış süresi içerisinde ihraççı tarafından

¹⁴⁹ SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2, **Sermaye Piyasası Araçları**, Ankara: Mart 2007, s. 14.

duyurulur. Altın, gümüş ve platin bonolarının satış bedeli, esasları izahname ve sirkülerde belirtmek kaydıyla, Türk Lirası, döviz veya kıymetli maden olarak tahsil edilir. Altın, gümüş ve platin bonolarına ilişkin ödemeler, esasları izahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, kıymetli madenin borsasında oluşan ağırlıklı ortalama fiyatı esas alınarak, Türk Lirası veya ödeme tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ilan edilen gösterge niteliğinde döviz satış kuru kullanılmak suretiyle, döviz cinsinden ya da ihraç sırasında fiziki teslim öngörülmüşse kıymetli maden cinsinden aracı kuruluş vasıtasıyla yapılır¹⁵⁰.

Kıymetli maden bonoları banka garantili bono veya finansman bonusu şeklinde ihraç edilebilir¹⁵¹. Kıymetli maden bonolarına ilişkin ödemeler, esasları, izah name ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, kıymetli madenin borsasında oluşan ağırlıklı ortalama fiyatı esas alınarak, TL veya ödeme tarihinde TCMB tarafından ilan edilen döviz satış kuru kullanılmak suretiyle, döviz cinsinden ya da ihraç sırasında fiziki teslim öngörülmüşse kıymetli maden cinsinden aracı kuruluş vasıtasıyla yapılmaktadır¹⁵².

Sermaye piyasalarından borç almak üzere basılan, yatırımın değer artışına alternatif olarak bir altın opsiyonuna bağlı bulunan bonolara Altına Dayalı Bonolar (Gold Backed Bonds) denir. Tablo 2.2’de kıymetli maden bonolarının dolaşımı yer almaktadır¹⁵³.

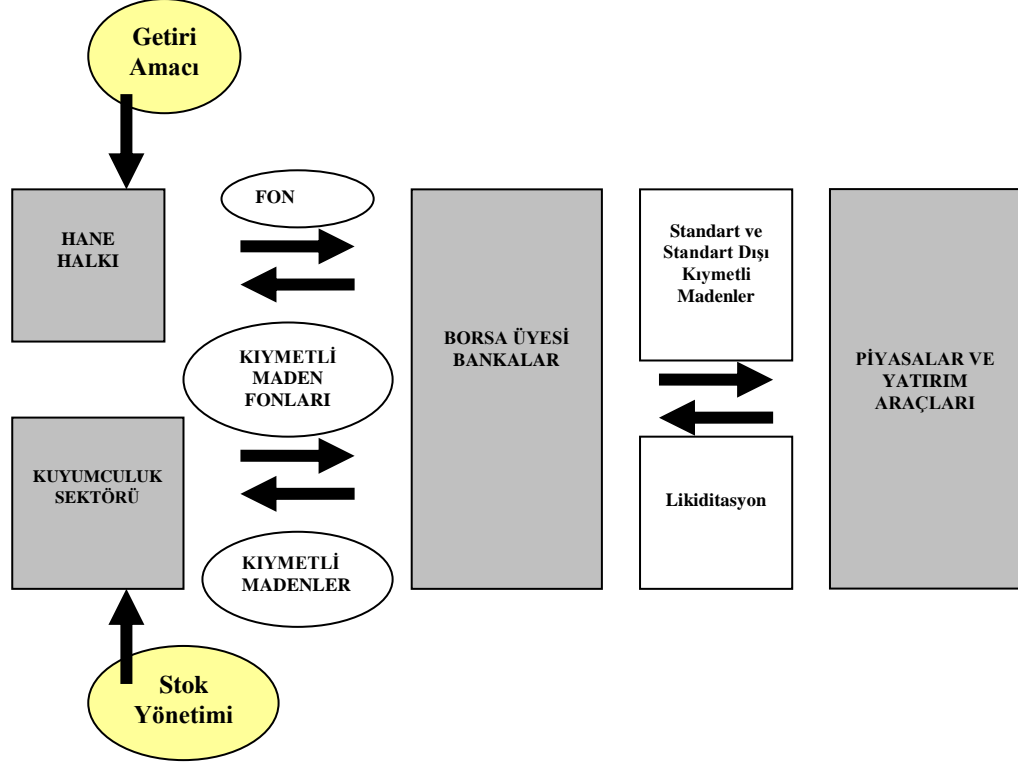
¹⁵⁰ SPK, Seri:II, No:22, Madde:56

¹⁵¹ Kubilay, **a.g.e.**, s. 35-37.

¹⁵² *Altın, Gümüş, Platin Bonolar Geliyor*, 2009, <http://www.porttakal.com/haber-altin-gumus-ve-platin-bonolar-geliyor-97608.html> (19.01.2010), s. 1.

¹⁵³ İAB, **Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası**, İstanbul: İAB Eğitim Yayınları No:1, 1998, s. 25.

Şekil 2.2
Kıymetli Maden Bonolarının Dolaşımı



Kaynak: <http://www.spk.gov.tr> (13.10.2009)

2.5 Kıymetli Maden Sertifikaları

Altının yada diğer kıymetli madenlerin fiziki olarak teslim alma ihtiyacını ortadan kaldıran, altının mülkiyetine ait yazılı onay belgesidir¹⁵⁴.

Kıymetli maden sertifikaları uygulamasında fiziki madene alternatif olmaktan çok, çalınma ve saklama risk ve maliyetlerini düşürmek amacıyla kullanıldığı görülmektedir. Sertifikalara nama ve hamiline yazılı olarak düzenlenir.

Kıymetli maden sertifikalarında dikkat edilmesi gereken hususlardan biri eğer saklama ve sigortalama için hiçbir ücret sizden alınmıyorsa bu sizin adınıza saklanan bir madenin olmadığını gösterir. Her yatırımcı daha ucuz maliyeti sever fakat bu durumda

¹⁵⁴ İAB Eğitim Yayınları, a.g.e., s. 25.

‘Kıymetli Maden Sertifikası’ sadece ihraç eden kuruluş tarafından evrakın üzerinde yazan cins ve miktarda madeni ödeme taahhüdüdür. İhraççı kuruluşun kur riskine girmesi, maden fiyatlarının aşırı artması ve yatırımcıların tavan yapmış fiyatlardan sertifikalarını nakide dönmeleri üzerine kurulu senaryonun gerçekleşmesi durumunda ihraççı kuruluşun iflasına kadar uzanan bir süreç başlayabilir. Bir başka dikkat edilmesi gereken hususta alış-satış fiyatları arasındaki farktır. Marjın fazla olması hiçbir masraf ve komisyon ödememiş dahi olsanız, sertifikanızı nakde döndürmek istediğinizde karşılaşıcağınız fiyattan dolayı zarar edebilirsiniz. Alış ve satış fiyatları arasındaki farkın azalması yatırımcı lehinedir. Yatırım yapmadan önce geçmiş fiyatlar incelenmelidir¹⁵⁵.

Yatırımcıya sağlayacağı faydalar şu şekilde sıralanabilir;

- Fiziki madeni saklama riskinden kurtulma
- Ek dönemsel getiri sağlama
- Kıymetli madene ait tüm bilgilerin belirtildiğinden aldatılmanın söz konusu olmaması¹⁵⁶.

Kıymetli maden sertifikalarından günümüzde en yaygın olanı Batı Avustralya Yönetiminin garantisi altında 1899 yılından beri işlem gören Perth Altın Sertifikasıdır. Birkaç Alman ve İsviçre bankasının uygulaması da vardır. Mantığı son derece basittir. Altına yatırım yapmak isteyen yatırımcı hiçbir saklama riskine girmeden her biri belirli miktarda madeni temsil eden sertifikayı satın alabilir¹⁵⁷.

Tarihe baktığımız zaman altın standardı uygulaması XVIII. yüzyıl başlarından I. Dünya Savaşının sonuna kadar Avrupa ve Amerika’da olmasına karşın, altın ve gümüş sertifikası olarak tarihe geçen banknotlar 1882 - 1933 yılları arasında ABD’de basılmıştır. Her banknot üzerinde yazan miktara denk gelen altın veya gümüşün FED’de bulundurulması mantığını taşımaktaydı. 1933 yılında altın standardını kaldıran ABD

¹⁵⁵ Michael Maloney, **Guide to Investing in Gold&Silver**, Newyork: Business Plus, 2008, s. 159-160.

¹⁵⁶ Kaan Rasim Aytoğlu, “Yastık Altından 10 Milyar Dolar Çıkacak”, **Finans Dünyası Dergisi**, 1997, s. 94-95.

¹⁵⁷ *Altın Sertifikaları*, 2009, http://www.invest.gold.org/sites/en/how_to_invest/gold_certificates (01.09.2009), s. 1.

altın sertifikalarının bulundurulmasını yasaklamış ve tedavülde kaldırmıştı¹⁵⁸. Gümüş sertifikaları kullanılmaya devam etti fakat 1940 ve 50'li yıllarda birçoğu gümüşle değiştirildi. Çünkü 1960 yılında 1\$'lık gümüş sertifikasının karşılığındaki madenin değeri 1,29\$'ı bulmuştu. İnsanlar gümüş sertifikalarını gümüş madeni ile değiştirmeye başladılar. Mart 1964'te dönemin Hazine Bakanı C. Douglas Dillan gümüş sertifikalarının gümüşle değiştirilme işlemine son verileceğini açıkladı. 24 Haziran 1968'de tüm değiştirme işlemi tamamlandı. Gümüş sertifikası, üzerinde yazan banknot değeri kadar işlem görmeye devam etti, fakat madenle değiştirilmedi. 1970'li yıllarda gerek altın gerekse gümüş sertifikaları koleksiyonerlerin topladığı, bir dönem Dünya ve ABD ekonomisine yön vermiş banknotlar olarak tarih sayfasındaki yerlerini almışlardır¹⁵⁹.

Perth Darphane Sertifikası (Perth Mint Certificate) iki tipte satılmaktadır. Birincisi alınan sertifikaya tekabül eden altının külçe seri numaraları v.s bilgileri alıcıya verilir, bu altının saklanması ve sigortalanması için belli bir ücret ödenir. İkinci seçenekte ise sertifikaya bağlı, dolayısıyla size ait olan altının külçe numaraları verilmez. Saklama ve sigorta ücreti ödenmez. Bu durumda alıcıya ait kasaya konmuş bir altın yoktur. Altına yatırım yapılan meblağ ekonominin içindedir. Batı Avustralya Hükümeti bu tutarı kullanabilir. Bu sertifikayı resmi ve yetkili acentelerden satın alabilirsiniz. Fakat komisyon oranları, farklılık göstermektedir. Bu yüzden alım yapmadan önce ücretler konusunda araştırma yapılmalıdır¹⁶⁰.

Aşağıda bir dönem ABD'de tedavülde olan altın ve gümüş sertifikaları ile standart dolar banknotları arasındaki farklar görsel örnekler ile görülmektedir;

¹⁵⁸ *Altın Sertifikaları*, 2009, http://en.wikipedia.org/wiki/gold_certificate (01.09.2009), s. 1.

¹⁵⁹ *Gümüş Sertifikaları*, 2009, http://en.wikipedia.org/wiki/silver_certificate (01.09.2009), s. 1.

¹⁶⁰ Dunwiddie, **a.g.e.**, s. 55.

Şekil 2.3

Bir Dönem ABD’de Tedavülde Olan Altın ve Gümüş Sertifikaları İle Standart Dolar Banknotları Arasındaki Farklara Görsel Örnekler



Kaynak: *Altın Sertifikası*, 2009, [http://www.usrarecurrency.com/1922\\$100GoldCertificateN1846693.htm](http://www.usrarecurrency.com/1922$100GoldCertificateN1846693.htm) (01.09.2009), s.1.

Günümüzde en yaygın Kıymetli Maden Sertifikası olan Perth Darphane Sertifikası uygulamasının avantajları ve dezavantajları;

Avantajları;

- Avustralya Devleti garantisi altında olması,
- Düşük ücretler,
- Salt madene yatırım yapabilme ve bu madenin seri numaraları ile sizin adınıza saklanabilme olanağı,

- Avrupa veya Amerika’da yatırımcı iseniz yaşadığınız ülkenin hükümetinin almış olduğu çeşitli ekonomik, vergisel kararlardan etkilenmemek,
- Avrupa Birliğinde yaşayanlar için bu yolla gümüşe yatırım yapmak isterlerse KDV uygulaması olmaması,

Dezavantajları;

- Yaklaşık 10.000 \$ kadar minimum yatırım istenmesi,
- Sadece sayılı yetkili acenteler bu sertifikayı sizin adınıza satın alabilir veya satabilir.
- Daha önce almış olduğunuz sertifikayı sadece Avustralya’daki yetkili acenteler vasıtasıyla satabileceğinizden hızlı bir şekilde nakite dönme ihtiyacı olduğunda bu durum sıkıntı yaratabilir¹⁶¹.

Ülkemizde ise İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası Yönetmeliği dahilinde kıymetli maden sertifikalarına ilişkin işlem esaslarına yer verilmiştir. Bu yönetmelik 03.08.1999 tarih ve 23775 sayılı resmi gazetede yayınlamış olup, sertifika işlemlerine ilişkin kısım bu yönetmeliğin dördüncü bölümün de bulunan maddelerde açıklanmıştır (Mad. 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29 ve 30)¹⁶².

Bu esaslar aşağıdaki belirtildiği gibidir;

Sertifikalar ve sertifika işlemleri:

- Gerçekleşen ödünç işlemleri karşılığında ödünç alacaklarını temsil etmek üzere sertifikalar çıkarılır.
- Piyasa tarafından çıkarılan bu sertifikalar alacak hakkını temsil etmek üzere ödünç veren tarafa talebi halinde teslim edilir.

¹⁶¹ Dunwiddie, a.g.e., s. 56.

¹⁶² İAB Ödünç Piyasası Yönetmeliği, 2010, <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/20436.html> (11.01.2010), s. 1.

Sertifikaların asgari unsurları:

Sertifikalar aşağıdaki asgari unsurları taşımak zorundadır:

- a) Sertifikaların büyüklüğü: Sertifikaların temsil ettiği kıymetli maden miktarı,
- b) İşlem vadesi: Sertifikalara konu olan kıymetli madenin geri ödemesinin yapılacağı tarih,
- c) Teslimat şekli: Sertifikaya konu olan kıymetli madenin vade sonunda fiziki teslimat veya nakit uzlaşma yoluyla teslimi,
- d) Sertifikaya konu kıymetli madenin cinsi ve saflık derecesi: Kıymetli maden ödünç işlemlerinde kullanılacak kıymetli madenin cinsi ve saflık derecesi.

Sertifikaların işlem esaslarına ilişkin kurallar Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Sertifika alım satım emirleri:

Sertifika alım satım emirleri ödünç alma ve verme işlem emirlerindeki esaslara tabidir.

Sertifika alım satım emirlerinde bulunması gereken hususlar:

Sertifika alım satım emirlerinin Yönetim Kurulu tarafından belirlenen şartları taşımaları gerekir. Sertifika alım satım emirlerinde;

- a) Emri verenin unvanının,
- b) Emrin tipinin (sertifika alımı/sertifika satımı),
- c) Emrin fiyatı ve/veya değerinin,
- d) Sertifikanın seri numarasının, bulunması zorunludur.

Sertifikaların alım satımı:

Sertifikayı elinde bulunduran taraf vadeden önce sertifikayı satabilir. Sertifikayı alan taraf çıkarılmış sertifikanın temsil ettiği alacak hakkını devralır.

Sertifikaların alım satımı sonucu gerçekleşen işlemlerdeki yükümlülüklerin yerine getirilmesinde Yönetim Kurulu tarafından belirlenen para cinsleri kullanılır.

İşlem yöntemi

Piyasa'da sertifika alım satım işlemleri, her vadede verilen emirlerin, fiyat ve zaman önceliği kuralına göre karşılaştırılmasıyla gerçekleştirilir. Sertifika alım satım işlemlerinde çok fiyat yöntemi uygulanır.

Sertifika işlemlerinde teminat

Sertifika işlemlerinde uygulanacak teminat oranları, miktarları ve çeşitleri kıymetli maden ödünç işlemlerindeki esaslara tabidir.

Sertifikaların takası

Takas işlemleri Borsa Takas Merkezi veya Borsa'nın belirlediği takas bankası aracılığıyla yürütülür. Sertifikaların alım satımı sonucu gerçekleşen takas işleminin valör süresi azami beş iş günü olup bu süre Yönetim Kurulu tarafından kısaltılabilir.

Sertifikaların teslimatı

Sertifikalarda kıymetli madenin teslimatı veya nakit uzlaşma vade sonunda yapılır. Sertifikaları vade sonunda ellerinde bulunduran taraf sertifikaların temsil ettiği kıymetli maden miktarını veya değerini teslim alır. Kıymetli maden ödünç alan taraf ise sertifikanın temsil ettiği kıymetli maden miktarını veya değerini vade sonunda Borsa Takas Merkezi'ne veya Borsa'nın belirlediği takas bankasına teslim eder¹⁶³.

¹⁶³ İAB Ödünç Piyasası Yönetmeliği, 2010, <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/20436.html> (11.01.2010), s. 1.

2.6 Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri

Vadeli işlemler yurtdışı piyasalarda, fiziki spot piyasa işlemlerine kıyasla 15-20 kat daha büyük hacimlerde dir. Bu durum göz önüne alınarak İAB Vadeli İşlemler Piyasası 1997 yılında kurulmuş ve 31 üye ile faaliyete geçmiştir (19 banka, 7 yetkili müessese, 2 kıymetli maden aracı kurumu ve 3 İMKB üyesi aracı kurumu). 995/1000 saflıkta 3 kiloluk kontratlarla başlayan işlemler, geliştirilmeye çalışılmış fakat bir sonuç elde edilememiştir. Tüm zorlamalara rağmen birkaç kontrat işlem görmüş ve İAB üyeleri bu işlemlerden uzak durmuşlar ve yine bildikleri fiziki işlemleri tercih etmişlerdir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. faaliyete geçtikten sonra, 31 Ocak 2006 tarihinde İAB bünyesindeki Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Müdürlüğü kapanmış ve 1 Mart 2006 tarihi itibarıyla de altına dayalı vadeli işlem kontratları Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'de işlem görmeye başlamıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.08.2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanan, Devlet Bakanlığı'nın 03.09.2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'inci maddesine göre, 19.10.2001 tarih, 25558 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan ülkemizdeki ilk özel borsa kuruluşudur¹⁶⁴.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği ile düzenlenmiş, bu yönetmelik 27.03.2004 tarihli ve 25415 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Borsada işlem gören "VOB-Altın" sözleşmelerinin Borsaya emir iletilmek suretiyle Borsada alınıp satılması ile sözleşmeyi alanlar/satanlar, ayrıca sözleşme imzalanmasına, bir bildirimde bulunulmasına veya bir basılı evrakın kendilerine teslim edilmesine gerek olmaksızın İlgili Mevzuat çerçevesinde bu sözleşmede yer alan hakların sahibi ve yükümlülüklerin sorumlusu olur ve söz konusu hükümler sözleşmeyi alanları/satanları bağlar.

Sözleşmeye taraf olunmasıyla birlikte, Borsa Yönetmeliği veya Borsa Yönetmeliğine dayanılarak çıkarılan veya daha sonra çıkarılabilecek Borsa Genelgesi,

¹⁶⁴ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası, 2010, [http://www.vob.org.tr/\(bilgilendirme\)](http://www.vob.org.tr/(bilgilendirme)) (11.01.2010), s. 1.

Takas Merkezi düzenlemeleri ile ilgili Mevzuat uyarınca yapılan diğer düzenlemelerde belirlenen teminat, teslimat ve sözleşme ile ilgili diğer tüm iş ve işlemlerin süresi içerisinde yerine getirileceği, sözleşme hükümleri ve bu hükümlerin uygulanması kabul ve taahhüt edilmiş olunur.

Borsa Üyelerinin tabi olduğu özel yükümlülükler saklı kalmak kaydıyla, bu Sözleşme ve İlgili Mevzuat hükümleri Borsa Üyesi olmayan sözleşme tarafları için de aynı şekilde bağlayıcıdır.

Vadeli işlemler belirli bir tarihte teslim söz konusu olacak her hangi bir varlığın vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir. Spot piyasa ve işlemler işlemin ardından yürütmeliklerin el değiştirdiği işlemler olurken vadeli piyasalarda yükümlülükler ileri bir tarihte değiştirilmektedir. Vadeli piyasalar gelecekle ilgili belirsizliği sabitleme amacıyla kullanılırken beklentilerin tersine çıkması sonucu ve işlemlerin niteliği gereği ortaya çıkaracakları riskler de bulunmaktadır. Vadeli işlemler ileride ortaya çıkabilecek faiz, kur ve fiyat risklerinden korunma, vadeli fiyatlarla spot fiyatlar arasında, hatta sözleşmelerin değişik vadeleri arasındaki fiyat uyumsuzluklarından yararlanarak arbitraj kazancı elde etme ve yatırım amaçlı olarak kullanılmaktadır¹⁶⁵.

2.6.1 Forward Sözleşmeler

Vadeli işlemlerin ilk örnekleri olan forward (Alivre) işlemler ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak bir varlık üzerine bir sözleşme imzalamasıdır. XVIII. yüzyılda deniz ticareti ile uğraşan tüccarların taşıdıkları malların yerine ulaşmadan alım satımını yapması forward işlemlerin başlamasına öncülük etmiştir¹⁶⁶.

Forward işlemlere, Türkçe karşılık olarak, vadeli işlemler denilebilir. Vadeli işlemler, her tür mal ve piyasa için söz konusu olabilecek işlemlerdir. Bununla beraber, vadeli sözleşmeler genellikle döviz ve faiz üzerine yapılır. Vadeli işlemlerde sözleşmenin yapıldığı anda ilke olarak bir ödeme yapılmaz. Öngörülen teslim ve ödeme süresi genellikle bir yıldan kısadır.

¹⁶⁵ Aksoy ve Tanrıören, **a.g.e.**, s. 484.

¹⁶⁶ Aksoy ve Tanrıören, **a.g.e.**, s. 485.

Vadeli işlem piyasaları ve standart veya gelecek piyasaları, gelecekte ortaya çıkabilecek risklerin ortadan kaldırılmasına hizmet ederler. Örneğin vadeli döviz sözleşmelerinde fiyatlar önceden kararlaştırıldığı için, yatırımcılar öngörülen kur riskine karşı önceden korunurlar.

Vadeli piyasaların temel özellikleri şunlardır;

- Vadeli işlemler, merkezi bir Pazar yeri olmayan ve bankalarla müşterileri veya broker'lar arasında yapılan işlemlerdir. Taraflar, uydu haberleşme kanallarıyla sürekli bir iletişim içerisinde. İlke olarak ödemeler sınır ötesi fiziki mal veya döviz gönderilmesi ile yapılmaz. Bunun yerine işlemler ilgili ülkelerdeki banka hesaplarına borç ve alacak kayıtlarının düşülmesi ile yapılır.

- Piyasadaki diğer katılımcılar veya üçüncü kişiler yapılan forward sözleşmelerden habersizdir. Bu nedenle forward sözleşmeler net bir şekilde geleceğe yönelik fiyatlar için referans özelliği taşımazlar.

- Vadeli sözleşmeler standart sözleşmeler değildir. Sözleşme tarafları birbirlerini çok iyi tanıyan ve birbirlerine güvenen kişilerdir. Çünkü vadeli sözleşmelerin yerine getirilmesi, tarafların iyi niyetine bağlıdır. Bu nedenle, vadeli sözleşmeler üçüncü kişilere devredilemez. Bunun sonucu olarak vadeli işlem sözleşmelerinin ikincil piyasası yoktur.

- Vadeli sözleşmeler standart sözleşmeler olmadıklarından taraflar sözleşme ile ilgili tüm ayrıntıları serbestçe belirleyebilirler.

- Vadeli sözleşmelerde işlemin yapılması için aracıya gerek yoktur. Bu nedenle aracı kuruluşlara komisyon ödemesi yapılmaz.

- Forward sözleşmelerde kredi riski vardır. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirmeme riski garanti altına alınmış değildir.

- Vadeli sözleşmelerde sözleşmenin gerçekleşme anına kadar, tarafların birbirlerine ödeme yapmaları söz konusu değildir. Ayrıca başlangıçta bir teminat zorunluluğu yoktur.

Vadeli işlemler peşin işlemlere göre daha fazla risk taşırlar. Vade uzadıkça risk artar¹⁶⁷.

2.6.2 Forward İşlem Çeşitleri

2.6.2.1 Döviz Forward İşlemleri

Bir dövizin başka bir dövizin karşılığında gelecekte belirli bir tarihte teslim edilmesi şartıyla alımı veya satımı için bugünden yapılan sözleşmelere vadeli döviz işlemleri işlemin yapıldığı piyasalara ise vadeli döviz piyasaları denir¹⁶⁸.

Vadeli döviz işlemlerinde bugünden, gelecek bir tarihte belirli bir döviz üzerine alım ya da satım sözleşmesi imzalanmaktadır. Tarafların birisi belirlenen fiyattan döviz alma yükümlülüğüne diğer taraf ise satma yükümlülüğüne girmektedir. Vadeli döviz işlemlerinde spot ve vadeli kurlar üzerine beklentiler etkili olmaktadır. Vadeli döviz işlemleri gerek spekülatif kazanç elde etme gerekse ticari bir işlemde doğan döviz cinsinden borç ve alacakların kurlarda meydana gelecek değişimler nedeniyle işletmeleri olumsuz etkilemesini engellemek yani kur riskini yönetmek amacıyla kullanılmaktadır. Döviz forward işlemler genellikle spot tarihinden başlayarak 1,2,3,6 ve 12 aylık olarak yapılmaktadır. Bu süreler için geçerli olacak vadeli kurların her biride bugünden belirlenmektedir¹⁶⁹.

Döviz forward işlemlerinde spot ve vadeli kur kavramları kullanılmakta sözleşme vadesi için belirlenen kur vadeli kur olarak ifade edilmektedir. Eğer vadeli kur spot kurdan daha yüksek ise aradaki fark forward primi, vadeli kur spot kurdan daha düşük ise aradaki fark forward iskontosunu oluşturmaktadır. İki döviz arasında da faiz getirisi yüksek olan para forward piyasalarda iskonto, düşük olan prim yapar. Faiz getirisi yüksek olan para forward olarak satılırsa satıcının vade başlangıcına kadar faiz kazanma imkanı olmakta alıcı için bu durum tersine işlemektedir. Yani alıcı işlem

¹⁶⁷ Korkmaz ve Ceylan, **a.g.e.**, s. 366.

¹⁶⁸ Aksoy ve Tanrıören, **a.g.e.**, s. 485.

¹⁶⁹ Aksoy ve Tanrıören, **a.g.e.**, s. 485.

vadesini beklemek zorunda kalacağı için dezavantajlı olmaktadır. İşte bu nedenle alıcının dezavantajı swap oranı denilen fiyat ıskontosu ile denkleştirilir¹⁷⁰.

Döviz vadeli işlemleri döviz kuru riskinden korunmak, arbitraj ve spekülasyon amaçlı kullanılabilir. Kur riskinden korunmada kar etme amacı bulunmamakta olup amaç kur dalgalanmalarında kaynaklanacak riskten korunmaktır. Ancak işlem sonrasında kar ortaya çıkabilir. Fiyatların yükseleceğini düşünen spekülasyonlar sözleşme satın alarak uzun pozisyon, düşeceğini bekleyenler sözleşme satarak kısa pozisyon almakta ve fiyat değişimlerinde ters işlem yaparak (pozisyon kapatılarak) kazanç elde etmektedir¹⁷¹.

Vadeli döviz anlaşmaları kur riskinden korunmanın dışında ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından yararlanmak amacıyla yani arbitraj amacıyla da kullanılmaktadır. Aynı anda hem spot hem vadeli işlem gerçekleştirilerek risk ortadan kaldırılarak risksiz arbitraj elde edilmektedir. Örneğin spot kur 1USD=1,40 TL iken bir yıl vadeli kurun 1USD=1,50 TL beklenmesi ABD’de dolar faizi %8 Türkiye’de TL faizi %10 olması durumunda Türkiye’de bulunan bir kişinin 1.400.000 TL borçlanarak spot kurdan dolara çevirip ABD’de faize yatırdığını ve bir yıl sonra tekrar TL borcunu ödediğini kabul edersek;

$1.400.000 \text{ TL} / 1,40 = 1.000.000$ dolar alacak ve %8 den bir yıl sonra 1.080.000 dolar elde edip, $1.540.000 \text{ TL}$ ($1.400.000 * 1,10$) anapara ve faizini ödeyecektir. Bir yıl sonra aldığı 1.080.000 dolar vadeli kurdan TL’ye çevrilince eline $1.080.000 * 1,50 = 1.620.000 \text{ TL}$ olacak ve borcunu ödedikten sonra 80.000 TL ($1.620.000 - 1.540.000$) kazanç elde etmiş olacaktır. Döviz kuru faiz oranı ya da fiyatlardaki meydana gelebilecek değişimlerden kar sağlamak amacıyla yani spekülasyon amaçlı olarak da vadeli piyasalardan yararlanılmaktadır. Spekülasyon gelecekte dövizin değer kazanacağını ya da kaybedeceğini düşünerek bugünden vadeli işlem yapmakta vadede ters işlemle kar elde etmeyi düşünmektedir. Beklentisinin gerçekleşmemesi durumunda zarar edebilir. Spot ve forward döviz kurları ile ülkeler arasındaki faiz oranları arasında farklılıklar bulunduğu, kazanç sağlamak amacıyla herhangi bir risk

¹⁷⁰ “Finansal Risk Yöntemi”, ASOMEDYA Finans Dergisi, Ocak 2001, s. 32-61.

¹⁷¹ Korkmaz ve Ceylan, a.g.e., s. 366.

üstlenmeden ülkeler arasında döviz akımları meydana gelmekte ve bu amaçla da vadeli döviz işlemleri yapılmaktadır. Döviz fiyatı ve farklılığı buldukça devam eden bu işlemler söz konusu farklılıkların kendiliğinden ortadan kalkmasına da yardımcı olmaktadır¹⁷².

2.6.2.2 Faiz Forward İşlemleri

Forward faiz anlaşmaları gelecekte bir borçlanma veya faiz yatırımının faiz oranını sabitleştirmeyi mümkün kılan bir finansal araçtır. İleriye yönelik faizlerde düşme ya da yükselme beklenmesi durumunda kullanılırlar. Anapara el değiştirmedeği vadeli faiz anlaşmalarında iki tarafın temel amacı faiz oranında meydana gelebilecek dalgalanmalardan kendilerini korumaktır. Taraflar ters yönde faiz oranı değişim beklentisi içinde olup birbirlerine ileride belirlenecek (ortaya çıkacak) faiz farkı ödemesini sözleşmeye bağlamaktadırlar. Taraflar bugünden (t0) belirli bir dönem bitiminden (t1) sonra başlayan, belirli bir dönem geçerli olan (t2-t1) ve belirli bir nominal bedel için bir faiz oranı belirlemektedir. Sözleşmenin yapıldığı t0 anında taraflar bugünden belli bir faiz oranı ile t1 de belli olacak herhangi bir referans faiz oranını yazılı bir sözleşmeye bağlamaktadırlar. t1 anında referans faiz oranı belli olduğunda hesaplaşma yapılmaktadır. Fark hangi tarafın lehine gerçekleşirse diğer taraf farkı (Denkleştirme Tazminatı) ödemektedir.

Vadeli faiz anlaşmaları genellikle bankalar ile müşteriler arasında yapılmakta ve müşterinin ihtiyacına göre esnekleştirilebilmektedir. Bu işlemde müşteri alıcı banka satıcıdır, bankanın alıcı müşterinin satıcı olduğu durumlarda olabilmekte, bu durumda bankanın uygulayacağı sözleşme faiz oranı satıcı pozisyonuna göre daha düşük olmaktadır¹⁷³.

2.6.3 Future Sözleşmeler

İngilizcede “futures markets” olarak ifade edilen bu piyasalar, Türkçeye “gelecek piyasaları” şeklinde çevrilebilir. Bununla beraber, forward piyasaları da, vadeli

¹⁷² Korkmaz ve Ceylan, **a.g.e.**, s. 366.

¹⁷³ Aksoy ve Tanrıören, **a.g.e.**, s. 489.

işlem olduğundan dolayı, forward piyasalarla ayırım yapmak için, bu piyasalara “standart vadeli piyasalar” denilebilir.

Future sözleşmeleri, belli miktardaki mal, döviz, altın ve menkul kıymetin önceden belirlenen bir fiyattan, gelecekteki belirli bir tarihte teslim edileceğine ilişkin alım ve satımının yapılmasıdır. Future piyasalar gelecek sözleşmelerinin yapıldığı ve el değiştirdiği, üyelik esasına göre çalışan piyasalardır. Bu piyasalarda gerçekleştirilen sözleşmelere gelecek sözleşmeleri denilmektedir. Gelecek sözleşmeleri, organize borsalarda işlem görür¹⁷⁴.

Futures sözleşmelerinde tek değişken, alım satım sırasında oluşan fiyattır. Futures sözleşmeleri, vadeli işlem borsalarında işlem görür ve borsa takas kurumunun garantisi altındadır. İşlemlerin borsa takas kurumu tarafından garanti edilmesi, uygulanan teminat sistemi ile mümkün olmaktadır. Sözleşme bazında teminatlar potansiyel günlük zarar riskini karşılayacak şekilde borsa tarafından belirlenir. Futures sözleşmelerinde alım satım yapmak isteyen yatırımcılar sözleşme bazında belirlenmiş olan teminatları yatırmak zorundadır. Teminat sistemi ile işlemlerin garanti edilmesi ve sözleşmelerin standart hale gelmesi, futures sözleşmelerinin alım satım aracına dönüşmesini sağlamıştır. Futures sözleşmelerinde pozisyon alan yatırımcı vade sonuna kadar beklemek zorunda değildir. Vadeli işlem sözleşmelerinde yatırımcı ilk pozisyonunu alım veya satım yönünde başlatabilir. Yatırımcı satıma konu ürünü gelecekte teslim etme yükümlülüğü ile satmış olacağı için işlem gününde satacağı ürüne sahip olmak zorunda değildir. Futures sözleşmelerinin bu özelliği, riske karşı korunmak isteyenlerin risklerini, risk alarak kazanç elde etmek isteyen spekülörlere devretmelerine imkân vermektedir¹⁷⁵.

Bir yatırımcı futures işlemi kısa pozisyon olarak yaptığında dayanak varlığa sahip olması gerekmemektedir. Bununla birlikte, yatırımcı söz konusu finansal

¹⁷⁴ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Finansal Teknikler**, Bursa: Ekin Yayınevi, 2003, s. 325.

¹⁷⁵ *Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası*, 2009,

http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_aracilar_kilavuzu.pdf (05.01.2009), s. 122.

varlıklara sahip olmadan da futures sözleşme satabilmektedir. Böylelikle başlangıçta yatırımcı çok az bir meblağla büyük kazanç elde edebilir¹⁷⁶.

2.6.4 Future İşlem Çeşitleri

Futures işlem çeşitleri genellikle iki faktör üzerine gerçekleştirilir. Bunlar faiz ve dövizdir.

2.6.4.1 Faiz Futures Sözleşmeleri

Faize dayalı futures sözleşmeler ileri tarihte alınan ve satılan Devlet Tahvili, Hazine Bonosu veya piyasa tarafından kabul edilen ve kullanılan herhangi bir faiz oranıdır. Faiz futures sözleşmesi (FVİS), fiyatı yalnızca belirli bir faize dayanan bir menkul değer üzerine yapılan vadeli bir anlaşmadır. FVİS gerek hacim olarak gerekse açık pozisyon sayısı itibarıyla dünyadaki organize borsalarda işlem gören sözleşmeler arasında büyük bir paya sahiptir. Bütün finansal vadeli işlem sözleşmelerinin (faiz, parite ve endeks) nominal değer bazında toplam hacminin aynı dönemde yaklaşık 1 katrilyon dolar civarındadır. Böylelikle faiz sözleşmelerinin toplam sözleşme hacminin yüzde 93'ü civarında olduğu gözlenmektedir. Yine aynı dönemde adet olarak işlem hacmine baktığımızda ise, FVİS'lerinin dünyadaki vadeli işlem borsalarında alımı satımı yapılan tüm finansal VİS'lerinin toplam hacminin yüzde 67'sini oluşturduğu ortaya çıkmaktadır. Nominal değer olarak yüzdenin bu kadar yüksek çıkması FVİS'nin sözleşme büyüklüklerinin diğer finansal vadeli işlem sözleşmelerine oranla daha yüksek olmasındandır¹⁷⁷.

FVİS piyasalarında dayanak varlık olarak kullanılan ve önemli bir yere sahip olan üç değişik faiz oranı şunlardır:

Hazine Oranları: Devletin kendi ülkesinin para birimiyle borçlandığı faiz oranını temsil eder. Mesela, Türkiye'de Hazine Müsteşarlığı YTL cinsinden piyasada belirlenen bir faiz oranı üzerinden borçlanmaktadır. Devletin kendi para birimi

¹⁷⁶ Nurgül Chambers, **Türev Piyasalar**, İstanbul: Beta Yayınları, 2007, s. 7.

¹⁷⁷ Aksoy ve Tanrıören, **a.g.e.**, s. 491.

cinsindeki borçlarını ödememe riski bulunmadığı için, hazine faiz oranları risksiz oranlar olarak da ifade edilir.

Libor Oranları: Büyük bankalar değişik para cinsinden 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık mevduatları birbirleriyle değiş tokuş ederler. Söz konusu bankalar, mevduat kabul etmek için alış, mevduat hesabı açtırmak içinse satış oranını kullanırlar. Alış oranı Londra Bankalar arası Alış oranı ya da LIBID olarak adlandırılır. Satış oranı Londra Bankalar arası Satış oranı LIBOR olarak adlandırılmaktadır.

LIBOR çok kullanılan bir orandır. Borç alan bankanın ödememe riski bulunduğu için LIBOR risksiz faiz oranı olan hazine oranından daha yüksektir. Fakat bankalar ve diğer büyük kuruluşlar LIBOR'u risksiz faiz oranı olarak kullanırlar. Çünkü finansal kurumlar fazla fonlarını bu piyasada değerlendirirken, ihtiyaçları olan fonları yine bu piyasadan karşılar. LIBOR sermayenin fırsat maliyeti olarak da ele alınır.

Repo Oranları: Repo, menkul kıymetler sahibi yatırımcının bunları başka bir kuruma şimdi satıp belirlenen daha sonraki bir tarihte daha yüksek bir fiyattan almayı kabul etmesi üzerine yapılan bir sözleşmedir. Menkul kıymetlerin satıldığı ve geri alındığı fiyatlar arasındaki farka repo faiz oranı denmektedir. En çok kullanılan repo sözleşmenin her gün gözden geçirildiği gecelik repodur. Daha uzun zaman dilimini kapsayan repolar da mevcuttur¹⁷⁸.

2.6.4.2 Döviz Futures İşlemleri

Yabancı para futures sözleşmeler, gelecekte belirlenen bir zamanda belirli bir tutardaki yabancı bir para, yine belirli tutardaki bir başka yabancı paraya çevrilecektir. Yabancı para sözleşmelerde, her bir yabancı para için, sözleşme büyüklükleri standart hale getirilmiştir. Fiyatlar, her bir yabancı para birimi için dolar olarak kota edilmektedir. Örneğin bir YTL futures sözleşmesi 125.000 YTL'nin ileride teslimini gerektiğini varsayalım¹⁷⁹.

¹⁷⁸ *Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası*, 2010, http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_aracilar_kilavuzu.pdf, (05.01.2010), s. 98.

¹⁷⁹ *Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası*, 2010, http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_aracilar_kilavuzu.pdf, (05.01.2010), s. 98.

Dolar/YTL paritesinin 1,27 olduğu kabul edilirse, bu sözleşmenin değeri aşağıdaki gibidir.

$$125.000\text{TL}/1,27\$ = 98.425\$$$

2.6.5 Future İşlemlerin Fonksiyonları

Futures işlemlerin fonksiyonlarını ekonomik ve siyasi fonksiyonlar olarak iki ana gruba ayrılabilir.

2.6.5.1 Future İşlemlerin Ekonomik Fonksiyonları

Futures işlemlerin ekonomik fonksiyonları; piyasada fiyat oluşturma, risk transferine olanak sağlama, piyasa tekeli önleme, etkinlik sağlama ve işlem yapan taraflara bilgi sağlama olarak sayılabilir.

2.6.5.1.1 Piyasada Fiyat Oluşumunu Sağlama Fonksiyonu

Bu fonksiyon, borsaların ortak fonksiyonudur. Ancak; futures piyasalarda işlem yapan yatırımcı sayısı diğer piyasalara göre çok daha fazla olduğu için, piyasaya gelen ve fiyat belirlemede yararlı olabilecek bilgilerin en iyi şekilde analiz edilip fiyatlara yansıtılmasına yardımcı olmaktadır. Böylece, gelecek dönemdeki fiyatların belirsizliği çok sayıda yatırımcının ortak beklentileri nedeniyle azalmaktadır. Fiyat oluşumu, her zaman doğru gerçekleşmeyebilir. Ancak, bu, fiyat oluşturma mekanizmasının yararsız olduğu anlamına gelmez. Zira piyasa, yanlışlığı işlemler sürdüğü sürece düzeltecek ve bu da gelecek döneme yönelik tek bir defa tahmin yapmaktan her zaman için daha yararlı olacaktır¹⁸⁰.

2.6.5.1.2 Riskten Korunma ve Risk Transferi Sağlama Fonksiyonu

Geleceğin belirsizliği, yatırımcılar ve işletmeler açısından fiyat değışim riskini doğurmaktadır. Bu, bazen gelir kaybı şeklinde, bazen borçlanma maliyetinin artması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden, risk almak istemeyen yatırımcılar ve işletmeler

¹⁸⁰ Ekrem Tufan, **Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2001, s. 45.

futures piyasalarından kabul edebilecekleri fiyat değişim noktasından futures sözleşme olarak veya satarak riskten korunmaktadırlar¹⁸¹.

Riskten korunmak isteyen üretici ve tüccarlar, futures işlemlerden yararlanarak, likit bir piyasada diğer piyasa üyeleriyle fiyat değişim riskini değiştirme olanağı bulurlar. Riskten korunmak isteyen yatırımcılar bunu, satın alma ve satma pozisyonlarının her ikisine de sahip olarak yaparlar. Futures borsalarında risk transferi sağlanmasıyla, üreticiler, satmak istedikleri malların fiyatlarının değişme riskini ortadan kaldırarak, üretim planlaması yapabilirler. Özellikle, tarım üreticilerinin bundan yararlanmasıyla, piyasada Örumcek Ağı Teorisi'nin işlemesi engellenmiş olur. Teori, arzın talebe ancak bir gecikme ile uyabildiğı hallerde, malların üretim ve fiyatlarındaki dalgalanmaları açıklar. Bu teoriye göre, üreticiler, birinci yıl piyasada en çok gelir getiren malı, ertesi yıl, daha fazla üretmeye çalışmaktadır. Pek çok üreticinin aynı şeyi hedeflemesiyle, ertesi yıl aynı ürünün arzı gereğinden fazla artmakta ve dolayısıyla fiyatı düşmektedir. Eğer, tarım üreticileri, futures işlemlerden yararlanıp fiyatı bugünden sabitlerlerse, ertesi yıl fiyatlar düşmeyecek veya düşse bile üreticiler zarar etmeyeceklerdir. Tüccarlar ise, korunma işlemine başvurarak, risk transferi yaparak pazarlama birim maliyetlerini aşağıya çekebilirler. İşletmeler için pazarlama maliyetleri yarı değişkendir. Dolayısıyla, işlerin beklendiğı gibi gitmemesi durumunda, bu maliyetlerin bir kısmından kaçınmak mümkün iken, bir kısmından mümkün değildir. Hatta, reklam harcamalarında olduğı gibi satışların daha fazla düşmesine engel olmak için kötü gidişle rağmen, reklam harcamalarını arttırmak gerekebilir. İşte, bu durumda işletmeler futures piyasasından yararlanarak, satacakları malın fiyatının düşme riskini spekülörlere transfer ederek, sabitleyebilir ve pazarlarına birim maliyetlerini düşürebilirler¹⁸².

2.6.5.1.3 Piyasada Oluşabilecek Tekelci Yaklaşımları Kırma ve Piyasa Etkinliğı Sağlama Fonksiyonu

Dünyada futures borsalarından çok sayıda yatırımcı yararlanmaktadır. Alıcı ve satıcılar, birbirlerine takas merkezi sayesinde kolayca ulaşmakta, bu da sözleşmeye taraf

¹⁸¹ Sadun Aren, **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, Ankara: Savaş Yayınları, 1989, s. 89.

¹⁸² Aren, **a.g.e.**, s. 90.

olacak yatırımcıyı bulma maliyetini düşürmektedir. Yatırımcı sayısının çok olması ve küçük bir başlangıç marjini ödenerek büyük miktarda işlem yapılabilmesi, işlem miktarının da çok olması sonucunu doğurmakta, bu da piyasa etkinliğini düşüren tekelci yaklaşımların başarı şansını azaltmaktadır. Ancak, bunun tam tersi de gerçekleşebilir. Küçük bir başlangıç marjini ödeyerek, işlem yapma olanağına sahip spekülâtorler, bazen suni fiyat değişimlerine neden olabilmekte, bu da piyasa etkinliğini olumsuz yönde etkilemektedir.

2.6.5.1.4 Yatırımcılara Bilgi Sunma Fonksiyonu

Futures piyasalar, pek çok yatırımcının ücretsiz yararlandığı bir bilgilendirme fonksiyonuna da sahiptir. Bilgilenme, futures fiyatlardan piyasa sinyalleri olarak yararlanılması ve alış ile satış zamanının belirlenmesi şeklinde olmaktadır. Futures fiyatların spot fiyatlarla, ilişkisi bunu olanaklı kılmaktadır. Futures fiyatlar vade sonuna yaklaştıkça spot fiyatlara yaklaşmakta ve vade sonunda eşitlenmektedir. Bu yüzden yatırımcılar futures fiyatlardan, işlem hacminden ve diğer yatırımcıların piyasa beklentilerinden yararlanmaktadırlar. Bunun yanında futures piyasa, spot piyasaya göre piyasanın kullanabileceği bilgiyi fiyatlara daha iyi yansıtmaktadır.

2.6.5.2 Future İşlemlerin Siyasi Fonksiyonları

Birçok ülkenin hükümeti, futures borsasının ve diğer borsaların ekonomiye katkısından dolayı bu borsaların gelişmesini teşvik etmekte ve desteklemektedir. Eğer amaç, sadece ekonomik olsaydı küreselleşmenin yaygınlaşmasıyla birlikte, gelişmiş borsaların önemli ve işlem hacmi daha da artacak ve yeni borsaların kurulmasına gerek kalmayacaktı. Bu borsaların desteklenmesinde iki önemli etken bulunmaktadır. Bunlar; kaynakları ülkeye yönlendirme ve uluslararası siyasi alanda prestij sağlamaktadır¹⁸³.

2.6.5.2.1 Kaynakları Ülkeye Yönlendirme Fonksiyonu

Ülkeler, borsalarındaki işlemlerin yoğunluğuna bağlı olarak, nakit giriş çıkışlarıyla karşılaşmaktadırlar. Bu nakit akımı sayesinde o ülkenin bankacılık sektörü, komisyon vb. gelirler elde etmekte ve kârları üzerinden ödedikleri vergiler nedeniyle de

¹⁸³ Tufan, a.g.e., s. 33-34.

ülkelerine gelir kazandırmaktadırlar. Ayrıca, bu nakit giriş çıkışı, bankacılık sektörünü de geliştirmekte ve diğer ülkelerin bankacılık sektörleriyle yarışabilmesine olanak sağlamaktadır. Başka ülkelerin işletmelerine açılan uluslararası kredilere ev sahipliği yapma olanağı o ülkeye siyasi ve ekonomik prestij de sağlamaktadır.

Bunun yanında, pozitif nakit girişi olduğunda, artan fon miktarı o ülkenin ekonomisine kaynak olabilmekte ve katkı sağlayabilmektedir¹⁸⁴.

2.6.5.2.2 Uluslararası Siyasi Alanda Prestij Sağlama Fonksiyonu

En çok işlemin gerçekleştirildiği, dolayısıyla, paranın en çok hareket ettiği borsalar, insanların odak noktası olmaktadır. Paranın, bir ülkenin borsasına giriş çıkışı, o ülkenin siyasi yönetiminin alacağı ekonomik ve siyasi kararlarla yakından ilgilidir. Borsanın yer aldığı ülkede; ihtilal olması, borsa işlemlerine vergi konması vb. gibi olasılıklar yatırımcıların o ülkenin ekonomisi ve siyaseti ile de ilgilenmelerine yol açmaktadır. Dolayısıyla, bir ülke ne kadar çok sayıda iyi örgütlenmiş borsaya ve yüksek işlem hacmine sahip olursa, dünyanın gözleri o kadar çok onun üzerinde olmaktadır. Çok sayıda insanın ilgisini üzerinde toplamayı başaran ülke, siyasi alanda prestij kazanmaktadır. Buna en güzel örnek, uzak doğu ülkeleridir. Ülkelerindeki borsaları dünya çapında geliştirmek için yarışan bu ülkeler, dünya kamuoyunun ilgi odağı olmuştur.

2.6.6 Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyonlar, belli bir vadeye kadar veya belirli bir vadede opsiyona dayanak varlık oluşturan belli miktardaki bir malı, finansal ürünü, sermaye piyasası aracını veya ekonomik göstereyi belli bir fiyattan alma ya da satma hakkını, belli bir prim karşılığında opsiyonu satın alan kişiye (Lehdar) veren ancak zorunlu tutmayan, buna karşın opsiyonun satıcısını (Keşideci) opsiyonu alan tarafından talep edilmesi halinde satmaya zorunlu tutan sözleşmelerdir¹⁸⁵.

¹⁸⁴ Tufan, **a.g.e.**, s. 33-34.

¹⁸⁵ *Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası*, 2009, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTurEduDocstim2005.pdf> (23.12.2009), s. 8.

Opsiyonu satın alan taraf, belirli bir fiyat üzerinden opsiyon konusu varlığı alma veya satma hakkına sahip olmaktadır. Bunun için alıcı, satıcıya opsiyon fiyatı da denilen bir prim öder. Diğer taraftan satıcı opsiyon anlaşmasıyla, alıcı talep ettiğinde önceden anlaşılan fiyat üzerinden varlığı teslim etme yükümlülüğünü üstlenmektedir¹⁸⁶.

Opsiyonun tarafları ve opsiyon işlemlerinde bazı özel kavramlar kullanılmakta olup bunlar; Lehdar, keşideci, prim ve kullanım fiyatıdır.

Lehdar (uzun pozisyon sahibi), alım opsiyonlarında primi ödeyen ve dolayısıyla dayanak varlığı alma hakkı elde eden, satım opsiyonlarında ise ödediği prim karşısında dayanak varlığı satma hakkı elde eden taraftır. Keşideci (kısa pozisyon sahibi), alım opsiyonlarında opsiyon primini alan ve dayanak varlığı satma yükümlülüğü altında olan, satım opsiyonlarında ise dayanak varlığı alma yükümlülüğü altında bulunan taraftır. Prim, satıcının opsiyonu yazmak için talep ettiği fiyat olup, genelde işlem anında tahsil edilmekte ve opsiyon kullanılmadığı durumda alıcıya iade edilmemektedir. Primler, opsiyonun vadesine olan uzaklığına, opsiyona konu olan mal veya finansal ürünün piyasa fiyatının opsiyonunun kullanım fiyatı ile arasındaki farka, fiyat dalgalanmalarının büyüklüğüne, risksiz faiz oranına ve sermaye kazancı dışındaki getirilere göre değişmektedir. Opsiyon sözleşmesinde önceden belirlenen ve opsiyon işleme konulduğunda söz konusu varlığa ödenecek alım ya da satım fiyatına ise kullanım fiyatı denilmektedir¹⁸⁷.

Opsiyonların hepsi borsalarda işlem görmezler. Bazı opsiyonlar tezgâh üstü denilen piyasalarda (over the counter) işlem konusu olurlar. Bu piyasalar, iki finansal kuruluş arasında ya da bir finansal kuruluş ve bir kişisel yatırımcı arasında oluşan piyasalardır¹⁸⁸.

Borsada işlem gören opsiyonların tüm alım satım işlemleri organize borsalarda Borsa'ca konulan kural ve ilkeler doğrultusunda gerçekleşir. Sözleşme büyüklükleri standarttır. Opsiyonların vadeleri ya da geçerlilik bitimleri de standarttır. Yalnızca opsiyonun satıcı ya da yazıcısı işlemin yapıldığı borsaya sözleşme değerinin borsaca

¹⁸⁶ Chambers, a.g.e., s. 57.

¹⁸⁷ **Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası, 2006, Yayın No:19, s. 10-30.

¹⁸⁸ Chambers, a.g.e., s. 59.

belirlenen bir yüzdesini marj ya da teminat olarak yatırmaktadır. Tezgah üstü opsiyon piyasalarında ise opsiyonlar borsa dışında banka ya da finans kuruluşları ile müşterileri aralarında gerçekleştirilmektedir. Opsiyonların sözleşme büyüklükleri, uygulama fiyatları ve vadeleri standart olmayıp tümüyle banka ile müşterisi arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenmektedir. Opsiyon primi yalnızca anlaşmadaki taraflarca bilinmektedir. Prim dışında herhangi bir teminat gerekmemektedir. Bu opsiyonların bazıları alıcıya opsiyonu satın almış olduğu bankaya vadeden önce uygun bir fiyatla satma olanağı tanımaktadır. Bütün bu özelliklerin yanında tezgâh üstü opsiyonlar esneklik avantajlarına karşılık, işlemin yerine getirilememesi ya da kredi riski gibi temel bir sakıncaya sahiptirler¹⁸⁹.

2.6.7 Opsiyon Çeşitleri

Genel olarak opsiyon türleri 4 ana sınıflama ile incelenebilir. Bu sınıflamalar opsiyonun alıcısına tanıdığı haklar, opsiyonun üzerine yazıldığı varlık, opsiyonun işlem gördüğü piyasa ve opsiyonun uygulama fiyatının opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın o anki cari fiyatı ile karşılaştırılmasının bir sonucu olarak ele alınabilir. Opsiyon sahibi, vade bitiminde opsiyonu kullanmak istemeyebilir. Bu durumda karşı taraftan ödediği primin iadesini isteyemez.. Opsiyon sahibinin maksimum kaybı ödediği prim kadardır. Kazancı, teorik olarak sınırsızdır. Opsiyon satıcısı belli bir fiyat veya prim karşılığında, opsiyon sözleşmesini hazırlayıp satmakla yükümlülük altına giren taraftır. Opsiyon sahibi veya alıcısı, talep ettiği takdirde, satıcı, yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır. Opsiyon satıcısının kazancı, aldığı prim ile sınırlı olup, teorik olarak kaybı sınırsızdır¹⁹⁰.

2.6.7.1 Haklar Açısından Opsiyon Türleri

Alıcısına tanıdığı haklar açısından opsiyon türleri iki ana hakkın alt türleri ile oluşmaktadır. Burada sözü geçen iki ana alma veya satma hakkı ile sadece vadede veya vadeye kadarki herhangi bir işgününde uygulama haklarıdır. Alıcısına satın alma hakkı tanıyan opsiyonlara alım opsiyonları (call options) denir. Alıcısına satma alma hakkı tanıyan opsiyonlara satım opsiyonları (put options) denir.

¹⁸⁹ İhsan Ersan, **Finansal Türevler**, İstanbul: Literatür Yayınları, 1998, s. 96.

¹⁹⁰ Ceylan ve Korkmaz, **a.g.e.**, s. 337.

Alicısına satın aldığı opsiyonun kendisine tanıdığı satın alma ya da satma hakkını sadece üzerinde belirtilmiş olduğu tarihte uygulama hakkı tanıyan opsiyonlara Avrupa opsiyonları (European options) denir. Alicısına satın aldığı opsiyonun kendisine tanıdığı satın alma ya da satma hakkını üzerinde belirtilmiş olduğu tarihe kadarki herhangi bir işgününde uygulama hakkı tanıyan opsiyonlara Amerikan opsiyonları (American options) denir¹⁹¹.

2.6.7.2 Opsiyonun Üzerine Yazıldığı Varlığa Göre Opsiyon Türleri

Niteliği gereği her türev ürünün üzerine yazıldığı bir gerçek veya finansal ürün vardır. Opsiyonlar çok çeşitli finansal ya da gerçek varlıklar üzerine yazılabilmektedirler ve üzerine yazıldıkları varlıklarla da adlandırılırlar.

2.6.7.3 İşlem Gördükleri Piyasalar Açısından Opsiyon Türleri

Opsiyonlar işlem gördükleri piyasalara göre de iki türe ayrılabilirler: Bunlar organize olmuş piyasalarda işlem gören opsiyonlar ve tezgah üstü piyasalarda işlem gören opsiyonlardır. Borsa opsiyonları olarak da adlandırılan ilk tür opsiyonların en önemli özelliği organize, kurallı piyasalarda işlem görmeleridir. Bu piyasalar tezgah üstü piyasalardan standartlaştırma, halka açık fiyatlandırma, takas merkezi, teminat sistemi ve likidite kolaylığı gibi özelliklerle ayrılırlar. Tezgah üstü piyasalardaki opsiyonlar ise ihtiyaçlara göre dizayn edilebilme özelliğine sahip oldukları için daha esnekler¹⁹².

2.6.7.4 Opsiyonun Uygulama Fiyatının Opsiyonun Üzerine Yazıldığı Varlığın Opsiyonun Satış Anındaki Cari Fiyatı ile Karşılaştırılmasının bir Sonucu Olarak Opsiyon Türleri

Herhangi bir tarihte opsiyonun uygulama fiyatı opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın o tarihteki spot piyasa fiyatına eşitse bu opsiyona, o tarih için geçerli olmak üzere, başa baş opsiyon denmektedir.

¹⁹¹ Chambers, a.g.e., s. 59.

¹⁹² Chambers, a.g.e., s. 59.

Parada opsiyonlar olarak da adlandırılabilen kârda opsiyonlar, alım ve satım opsiyonları için özellikleri olarak ayrı ayrı tanımlanırlar. Bir alım/satım opsiyonunun herhangi bir tarihteki uygulama fiyatı alım/satım opsiyonunun üzerine yazıldığı varlığın o anki spot piyasa fiyatından daha düşük/yüksek ise, o tarih için geçerli olmak üzere, bu opsiyona kârda opsiyon adı verilmektedir. Spot fiyatla uygulama fiyatı arasındaki fark büyükse bu tür opsiyonlara ayrıca derin kârda opsiyonlar denilmektedir¹⁹³.

2.6.8 Opsiyon Alım Stratejileri

Opsiyon stratejileri birden çok alım ve/veya satım opsiyonu işleminin bir arada yapılmasıyla gerçekleştirilen yayılma işlemleri ile oluşturulur. Opsiyon stratejilerinin doğası gereği yatırımcı bazı opsiyon veya opsiyonları alırken bazılarını satarak çok taraflı işlem yapar. Bu işlemlerle oluşturulan stratejiler fiyat bazlı, vade bazlı veya aynı anda hem vade bazlı hem de fiyat bazlı olabilir. Vadeye ve fiyata göre oluşturulan bu stratejiler sayesinde, yatırımcılar yükselen veya düşen piyasalarda kâr edebilme imkânına sahip olduğu gibi, durgun piyasalarda da kâr edebilme imkânına sahiptir. Önemli bir opsiyon stratejisi olan spread, bir opsiyonun alınıp diğerinin satılması işlemidir. Bu işlem riskini sınırlarken, yüksek potansiyelde kâr sağlamaktadır. Riskin azaltılması, bir pozisyonda alıcı, diğerinde satıcı olmakla gerçekleştirilmektedir. Hisse senedi fiyatlarındaki bir düşüş nedeniyle uzun pozisyonda oluşabilecek kayıp, kısa pozisyonda elde edilebilecek gelirle karşılanabilir. Kazancın kayıptan fazla olup, olmayacağı satın alma opsiyonunun değişkenliğine bağlıdır¹⁹⁴.

2.6.8.1 Fiyat Bazlı Dikey Yayılma Stratejileri

Fiyat bazlı yayılma stratejileri, değişik kullanım fiyatlı aynı türde (alım veya satım) iki opsiyondan eş zamanlı olarak birinin alınması, diğerinin satılmasıyla oluşturulur. Alınan ve satılan opsiyonlar farklı kullanım fiyatlı alım opsiyonlarıysa, oluşturulan strateji fiyat bazlı dikey alım opsiyonu yayılma stratejisi olarak adlandırılır.

Fiyat bazlı yayılma işlemleriyle oluşturulan stratejiler farklı kullanım fiyatlı opsiyonları içerdiğinden alınan ve satılan opsiyonların primlerinde de farklılıklar vardır.

¹⁹³ Ceylan ve Korkmaz, **a.g.e.**, s. 323-329.

¹⁹⁴ Chambers, **a.g.e.**, s. 70.

Primlerdeki söz konusu farklılık, yatırımcının yaptığı işlemler sonucunda nakit akımını negatif etkilerse borçlu, pozitif etkilerse alacaklı olmasına sebep olur. Eğer yatırımcının aldığı opsiyon, sattığı opsiyondan pahalıysa, opsiyon satımından tahsil ettiği prim ödediği primi karşılayamaz. Bu durumda yatırımcının net nakit akımı negatif yönde oluşur. Bir başka deyişle yatırımcı bu işlem sonucunda ödeme yapar. Yatırımcının aldığı opsiyon, sattığı opsiyondan ucuzsa, opsiyon satımından tahsil ettiği prim, ödediği primi fazlasıyla karşılar. Bu durumda yatırımcının net nakit akımı pozitif yönde oluşur. Bir başka deyişle yatırımcı bu işlem sonucunda nakit tahsil etmiş olur¹⁹⁵.

2.6.8.2 Pergel Stratejisi

Bu stratejiyi uygulayan yatırımcı, kullanım fiyatları ve vadesi aynı olan biri alım, diğeri satım opsiyonunu eş zamanlı olarak satın alır veya satar. Yatırımcı söz konusu opsiyonların ikisini aynı anda satın alırsa uyguladığı strateji uzun pozisyonlu pergel stratejisi; satarsa kısa pozisyonlu pergel stratejisi olarak tanımlanır¹⁹⁶.

2.6.8.3 Çanak Stratejisi

Çanak stratejisinin oluşturulma mantığı açısından pergel stratejisinden çok farkı yoktur. Yatırımcı bu stratejiyi oluşturmak için vadeleri aynı olan, farklı kullanım fiyatlı bir alım, bir de satım opsiyonu alır veya satar. Bu stratejinin pergel stratejisine göre tek farkı pergel stratejisinde alınan veya satılan opsiyonların kullanım fiyatları aynıyken, çanak stratejisinde farklıdır. Yatırımcı söz konusu opsiyonların ikisini aynı anda satın alırsa uyguladığı stratejiye uzun pozisyonlu çanak stratejisi; satarsa kısa pozisyonlu çanak stratejisi denir¹⁹⁷.

2.6.8.4 Kelebek Stratejisi

Kelebek stratejisi genelde fon yöneticileri gibi profesyonel yatırımcıların kullandığı ileri bir opsiyon stratejisidir. Kâr-zarar grafiğinde kelebek kanadına benzer

¹⁹⁵ John Hull, **Options, Futures and Other Derivatives**, Prentice-Hall International, Inc, Pearsa Education, Sixth Edition, A.B.D: 2005, s. 85.

¹⁹⁶ *Pergel Stratejisi*, 2009, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_turev_araclar.pdf (28.11.2009), s. 237.

¹⁹⁷ *Çanak Stratejisi*, 2009, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_turev_araclar.pdf (28.11.2009), s. 246.

bir şekil oluştuğu için böyle adlandırılmıştır ve dört adet ayrı alım veya satım opsiyonuna girilerek gerçekleştirilir. Fiyatların aşırı derecede aşağı veya yukarı doğru hareket edeceğini veya kısa bir bandta seyredeceğini düşünen yatırımcı kısa veya uzun kelebek stratejisini uygulayarak pozisyon alır. Eğer fiyatların aşırı yükseleceği veya aşırı azalacağı tahmin ediliyorsa kısa kelebek pozisyonuna girilerek aşırı fiyat dalgalanmalarından kâr elde etmek amaçlanır. Eğer beklenti fiyatların aynı seviyelerde olacağı yönündeyse uzun kelebek pozisyonuna girilir. Kelebek stratejisinin pergel veya çanak stratejisinden farkı, elde edilen kârın veya zararın kelebek stratejisinde sınırlandırılmasıdır. Yatırımcı pergel veya çanak stratejisinde oluşabilecek sınırsız zararı almak istemiyorsa kelebek stratejisi ile bu zararı belli bir seviyede tutabilir¹⁹⁸.

2.6.8.5 Çit Stratejisi

Çit stratejisi arbitraj amaçlı işlemler için kullanılmasından ziyade yatırımcıların korunma amaçlı işlem maliyetlerini azaltmak için başvurduğu bir stratejidir. Bu strateji genellikle hisse senedi veya bono portföy yöneticileri tarafından kullanılan bir strateji olsa da, tarımsal ürünler ve diğer tüm varlıklar için de uygulanabilir.

Çit stratejisi eş zamanlı olarak bir alım opsiyonunun alınması ve bir satım opsiyonunun satılmasıyla veya bir alım opsiyonunun satılması ve eş zamanlı olarak bir satım opsiyonunun alınmasıyla oluşturulur. Her stratejide olduğu gibi, çit stratejisi de hem uzun hem de kısa pozisyonlu olabilir. Sahip olunan bir varlığın değerini korumak amacıyla eş zamanlı olarak satım opsiyonu alınması ve alım opsiyonu satılmasıyla oluşturulan çit stratejisi uzun pozisyonlu çit stratejisidir. Gelecekte satın alınacak bir varlığın veya ödenecek bir borcun değerinin yükselmesine karşı korunmak amacıyla eş zamanlı olarak satım opsiyonu satılması ve alım opsiyonu alınmasıyla oluşturulan çit stratejisi ise kısa pozisyonlu çit stratejisidir. Gelecekte satın alınacak bir varlığın veya ödenecek bir borcun değerinin artması riskine karşı yatırımcılar alım opsiyonu alabilirler. Bunun yanında yatırımcılar gelecekte satılacak bir varlığın değerinin düşmesi riskine karşı da satım opsiyonu alabilirler¹⁹⁹.

¹⁹⁸ Kelebek Stratejisi, 2009, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTurEduDocstim2005.Pdf> (23.12.2009), s. 43.

¹⁹⁹ Çit Stratejisi, 2009, http://www.tspakb.org.tr/trPortals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_turev_araclar.pdf (28.11.2009), s. 261.

2.6.8.6 Sentetik Pozisyonlar

Piyasada var olan bir enstrümanla alınabilecek bir pozisyonu opsiyonlarla veya opsiyonlar ve dayanak varlıklar ile birden fazla pozisyona girmek suretiyle taklit etme işlemine sentetik pozisyon alma denir. Burada oluşturulan sentetik pozisyon ile piyasada bulunan tek bir enstrüman ile girilen pozisyonun kar/zarar profili aynıdır²⁰⁰.

2.6.9 Kıymetli Maden İçeren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları

Kıymetli madenlere dayalı gelecek sözleşmelerinde, gelecekteki bir tarihte kıymetli madenlerin teslimi için fiyat saptanmaktadır. Vadeli sözleşmeler, gelecekte belirli bir ay boyunca, belirli miktarda ve kalitede bir malın kararlaştırılmış bir fiyat üzerinden teslim edilmesi veya teslim alınması konusundaki kesin taahhütlerdir. Alıcı, vadede, önceden saptanan fiyatı öder ve satıcı da kıymetli madeni teslim eder. Gelecek sözleşmeleri, kıymetli madenlerin fiyatlarındaki dalgalanma riskine girmek istemeyen, kıymetli madenler sektöründe faaliyet gösteren kuruluşlar yönünden yararlıdır. İleri tarihlerde alım ve satım olanakları veren gelecek sözleşmeleri, bu kuruluşlara uzun vadeli siparişler alma veya verme olanağı tanımaktadır. Bu sözleşmelerde fiziki mala sahip olmanın getirdiği, teslim, saklama ve sigorta gibi güçlüklerle karşılaşılma riskinin mal piyasalarına etkili ve verimli bir tarzda katılma sağlanmış olur. Vadeli sözleşmeler, üyelerinin mallarının alım ve satım emirlerini verebilmek için komisyon ödemekle yükümlü oldukları organize borsalarda alınıp satılırlar. Yatırımcılar, vadeli sözleşmenin vadesinde fiziki malı teslim alabilirler. Ortalama olarak yıllık vadeli işlemlerin yalnızca %3'ü fiziki malın teslimi şeklinde gerçekleşmektedir²⁰¹.

VOB'un Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi'ni incelediğimizde; dayanak varlık olarak 995/1000 saflıkta üretilmiş külçe altın, sözleşme büyüklüğü olarak 100 gram 995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altın, kotasyon şekli 1 gram altının Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra üç basamak halinde kota edilir (örn: 40,910 TL veya 40,915), günlük fiyat hareket sınırı baz fiyatın % ± 10 'udur, minimum fiyat adımı 0,005 (minimum fiyat adımı değeri = 0,5 TL), vade ayları aynı anda Şubat, Nisan, Haziran,

²⁰⁰ *Sentetik Pozisyonlar*, 2009, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_turev_aracilar.pdf (28.11.2009), s. 263.

²⁰¹ Kubilay, *a.g.e.*, s. 67.

Ağustos, Ekim ve Aralık aylarından en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür, sözleşmenin vadesi; her vade ayının son iş günü, son işlem günü; her vade ayının son iş günü, uzlaşma şekli; nakdi uzlaşma, vade sonu uzlaşma fiyatı; son işlem gününde Londra’da öğleden sonra yapılan altın sabitleme seansında oluşan altının Dolar/ons fiyatının Merkez Bankası’nın saat 15:30’da açıklayacağı ABD Doları satış kuru kullanılarak TL/gram’a çevrilmesi ile bulunan değer vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır. Son işlem gününde resmi tatil veya başka bir nedenle fiyat açıklanmaması halinde, uluslar arası spot piyasalarındaki Türkiye saati ile saat 17:00’de oluşan Dolar/ons altın alış ve satış fiyatının ortalaması baz alınır. Ons ağırlık birimi 31,1035’e bölünerek grama çevrilir. Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi VOB. tarafından bu şekilde işlem görmektedir²⁰².

Altın vadeli fiyatları, tüm mal vadeli işlemlerini düzenleyen kurallara göre borsa denetimindeki koşullar altında açık artırma yolu ile belirlenmektedir. Vadeli fiyatlar, derhal teslim için cari fizikî altın fiyatına dayalı bir “spot” veya nakit unsur içerirler. Altın vadeli fiyatının ana unsuru, faiz, sigorta ve saklama masraflarını içeren *contango*dur. Altın vadeli sözleşmelerini çekici kılan yatırımcılara sözleşme değerine oranla az masrafla değerli bir malı tasarrufları altında bulundurma olanağı vermesidir (*leverage*). Bu özellik vadeli ticarete büyük kârların elde edilmesinde önemli rol oynayabilir. Bununla birlikte vadeli ticaretin bu özelliği iki tarafı keskin bıçak gibidir. Altın fiyatında beklenmeyen bir hareket olduğunda her vadeli sözleşme için önceden gider olarak belirlenmiş olan meblağlar değerini yitirebilir²⁰³.

Yatırımcılar vadeye kadar aşağıdaki şekillerde davranabilirler;

- Yatırımcılar ters pozisyon alarak (alı ise satarak, sattı ise alarak) pozisyonlarını kapatırlar. Buna pozisyonu kapatma yöntemi denir. Uygulamada genellikle bu yöntem tercih edilmektedir. Bu yöntemle yatırımcı pozisyonunu açık tuttuğu sürece sanki fiziki emtiası varmış veya bu emtiayı satmış gibi davranabilmektedir.

²⁰² *Vadeli İşlem Opsiyon Borsası, VOB Yatırımcı Rehberi*, 2009, <http://www.vob.org.tr>, (28.11.2009), s. 42.

²⁰³ World Gold Council, *a.g.e.*, s. 19.

- Bir başka yöntemde fizikî teslim yöntemidir. Bu yöntemde alım yönlü işlemler bakımından mal bedelinin tamamı ödenerek fizikî mal teslim alınır veya satım yönlü işlemler bakımından teslim edilir²⁰⁴.

Vadeli işlem sözleşmelerinin ortak özellikleri şöyle sıralanmaktadır;

- Sözleşme konusu varlığın homojen olması,
- Sözleşme konusu varlığın tanımlanabilir olması,
- Belirli olmayan veya değişken fiyatların bulunması,
- Faal ve büyük bir ticari piyasanın var olması,
- Kamunun kullanabileceği bilgilere kolayca ulaşabilmesi,
- Sözleşmelerin fiyatının anlaşmanın yapıldığı tarihte belli olması,
- Vadeli işlem sözleşmeleri alan ve satan tarafları yükümlülük altına sokar²⁰⁵.

Opsiyon sözleşmelerinde opsiyon alıcısı seçimlilik hakkına sahip olup, isterse opsiyon hakkını kullanır. Opsiyon sözleşmesindeki hakkı satın alır veya satar, isterse hakkını kullanmaz. Bu nedenle kıymetli madenlere dayalı vadeli sözleşmelerin alım satımına ilişkin opsiyon sözleşmeleri, şarta bağlı kıymetli madenlere dayalı vadeli işlemler grubunda yer alırken, kıymetli madenlere dayalı vadeli işlemler kesin kıymetli madene dayalı vadeli işlemler grubunda yer alır²⁰⁶.

Vadeli opsiyon piyasalarının avantajları ve dezavantajları şu şekilde sıralanabilir.

²⁰⁴ Yakup Ergincan, **Sermaye Piyasası**, İstanbul: İmge Kitabevi, 2001, s. 442.

²⁰⁵ Ergincan, **a.g.e.**, s. 451.

²⁰⁶ Kubilay, **a.g.e.**, s. 73.

Avantajları;

- Fiziksel olarak madene sahip olmaktan doğan risk ve masraflar burada yoktur,
- Kısa vadede alım satım, kâr yapabilme olanağı sağlar. Örnek olarak aynı gün içerisinde düşük masraflarla istediğiniz fiyata gelen madeni satmak, fiyatı gevşeyince almak gibi,
- Birçok banka ve aracı kurum bu işlemler için kaldıraç sistemini uygulamaktadır. Örnek olarak 1/50 kaldıraç imkânı sağlayan bir aracı kurumda 1000 \$'lık hesap açıp 50.000\$'lık işlem yapabilirsiniz. Maden fiyatının yükseleceğini tahmin ediyorsanız kaldıraç oranını kullanarak yatırım yapar, tahmininiz gerçekleştiği zaman bu fiyat hareketinden maksimum düzeyde yararlanabilirsiniz,
- Birçok ülkede vergi yönünden avantajları vardır.

Dezavantajları;

- Yapılan yatırım, kıymetli madene yapılan fiziksel yatırım mantığından çıkmıştır. Bu durum kriz ortamında nakide dönmekte veya istenilen işlemi yapabilme olanağını zorlaştırabilir,
- Kıymetli madenlerin fiyat hareketleri hakkında bilgi edinmenin yanında bu piyasaların mantığını ve kurallarını, hukuksal haklarınızı öğrenmek, işlem yapılan aracı kurumun güvenilirliğini araştırmak gerekmektedir,
- Avantajlar kısmında bahsedilen kaldıraç sistemi, maden fiyatının beklentinizin aksine oluşması durumunda çok büyük kayıplara neden olacaktır²⁰⁷.

2.7. 2009 Yılı İçin Geçerli Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesi

2009 yılı için geçerli menkul kıymet gelirlerinin vergilendirilmesi ile ilgili tablo Ek-1'de yer almaktadır. İkametgâhı Türkiye'de bulunan veya bir takvim yılı

²⁰⁷ Dunwiddie, a.g.e., s. 49-52.

içinde Türkiye’de devamlı olarak altı aydan fazla oturanlar ile resmi daire ve müesseselere veya merkezi Türkiye’de bulunan teşekkül ve teşebbüslere bağlı olup adı geçen daire, müessese, teşekkül ve teşebbüslerin işleri dolayısıyla yabancı memleketlerde oturan Türk vatandaşları tam mükelleftir²⁰⁸.

Türkiye’de yerleşmiş olmayan yabancı ülke vatandaşları ile yurtdışında yerleşik Türk vatandaşları ile kanuni ve iş merkezinden her ikisi de Türkiye dışında bulunan kurumlar da dar mükelleftir²⁰⁹.

Fakat Anayasa Mahkemesinin 15.10.2009 tarihli toplantısında alınan üç iptal kararından biri dar ve tam mükellefler arasındaki fark ile ilgili idi. 08.01.2010 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan kararla beraber dar mükelleflere verilen bazı faiz ve alım-satım kazançlarındaki % 0’lık gelir vergisi stopajı oranı uygulaması iptal edilmiş olup, mahkeme kararı, 08.01.2010 tarihinden başlayarak dokuz ay sonra yürürlüğe girecektir²¹⁰.

²⁰⁸ www.miibf.com/files/Vergi%20Uygulamalan%20Final%20Soru-Cevap.doc (18.10.2009), s. 1.

²⁰⁹ *Vergi Mükellefi*, 2009, <http://www.vergiturk.com/ack/kvkm11ack.htm> (08.09.2009), s. 2.

²¹⁰ *Dar ve Tam Mükellefler*, 2009, <http://www.vergiportali.com/Content.aspx?Type=BulletinD&Id=268> (07.09.2009), s. 1.

3. BÖLÜM

DÜNYA VE TÜRKİYE PİYASALARINDA

KIYMETLİ MADENLERE DAYALI YATIRIM ARAÇLARI

3.1 Külçe ve Sikke

Fiziksel olarak kıymetli madenlere yatırım yapmanın en yaygın yolları mücevherat, sikke (sarrafıye) ve külçedir. Ödenen işçilik ve kâr yüzdesi açısından geri bozdurmak istendiğinde yaşanacak kayıplardan dolayı mücevherat yatırım aracı olabilme özelliğini büyük ölçüde kaybetmektedir. Bundan dolayı bu bölümde kıymetli maden sikke ve külçelerini ele alacağız.

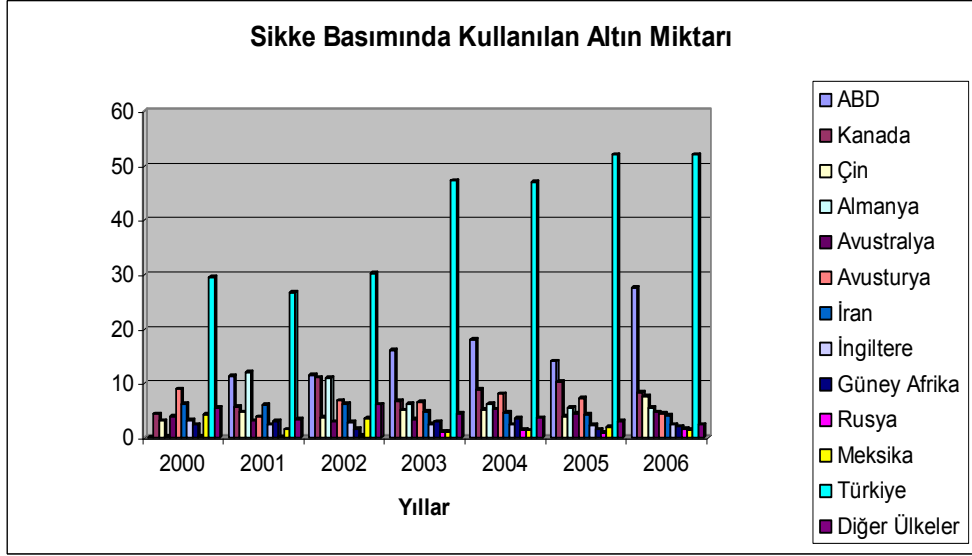
MÖ 500 yıllarında Lidyalılarla başlayan sikke kullanımı günümüzde de devam eden bir alışkanlıktır. XVII. yüzyıl ortalarında Londra'da dünya altın üretiminin neredeyse % 90'ına ulaşan miktarda altın sikke basılıyordu. 250 yıl boyunca altın genelde sikke basımında kullanılırdı. Günümüzde dünyada yıllık 120–130 ton civarında altın sikke basılmaktadır. Bu miktarın yaklaşık olarak %40'ı ise, Türkiye'de resmi yoldan darphanede cumhuriyet altını olarak basılmaktadır. Bu altınlar çok düşük bir marjla alınıp satılmakta, törenlerde ve çeşitli günlerde makbul bir hediye ve güvenilir bir yatırım aracı olarak kullanılmaktadır²¹¹.

Sikke basımında kullanılan altın miktarları aşağıda yer alan Grafik 3.1'de görülmektedir.

²¹¹ İsmail Yanık, **Altın Piyasaları**, TBMM Yayınları, 2008, s. 29.

Grafik 3.1

Sikke Basımında Kullanılan Altın Miktarları



Kaynak: GFMS Gold Survey 2007, Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü

Altın külçeler yapımlarında kullanılan metotlara göre, iki sınıfta incelenmektedir. Bunlardan birincisi; dökme altın külçeler, ikincisi ise; kesme altın külçelerdir.

Dökme Altın Külçe: Eritilmiş olan altının daha önce boyutlarının belli olduğu kalıplara dökülmesi ile üretilen külçelerdir. Markalama işlemi daha sonra elle veya presleme ile yapılmaktadır. Kalıptan çıkarabilmek için, üst yüzeyinden alt yüzeyine gidildikçe, incelmektedir. Genellikle üst yüzey düzgün olmakla birlikte kenarlar ve alt yüzey pürüzlüdür.

Kesme Altın Külçe: Düz altın şeritlerinin istenilen boyutlarda kesilmesiyle elde edilirler. Markalama presleme ile yapılmaktadır. Üst ve alt yüzey boyutları aynıdır ve yüzeyler pürüzsüzdür.

Altın külçeler ayrıca ağırlıklarına göre de şöyle sınıflandırılmaktadırlar.

Büyük Altın Külçeler: Bunlar genellikle 100 ons (3.110 gr) ve 400 ons (12.440 gr) ağırlığında üretilirler. Ayrıca 50 ve 250 onsluklar ile 2-3-5 ile 10 kg'lık altın külçeler üretilmektedir.

Küçük Altın Külçeler: 1000 gr. ve bunun daha küçük ağırlıklarında üretilen külçelerdir. 50 onay almış rafineri, 174’u dökme ve 164’u baskı külçeler olmak üzere toplam 338 standart küçük altın külçe üretmektedir²¹².

Rand Rafineri Ltd. Şirketinin dünya çapında altın külçe üretimi, saflık ve ağırlık birimleri aşağıdaki tabloda verilmiştir. Bu tablo dünyanın neresinde hangi standartların geçerli olduğu bilgisini ortaya koymaktadır.

Tablo 3.1

Rand Rafineri Ltd. Şirketinin Dünya Çapında Altın Külçe Üretimi, Saflık ve Ağırlık Birimleri

ÜLKE	SAFLIK (%)	AĞIRLIK (gr.)
Hindistan	99,9	100 veya 1000
Türkiye	99,5	1000
İtalya	99,99	1000
Orta Doğu	99,5	1000
Uzak Doğu	99,99	187,10 veya 374,20
Pakistan ve Sri Lanka	99,99	58,30 veya 116,60

Kaynak: Jonathan Spall, *Investing in Gold*, McGraw-Hill, 2009, s. 18.

LBMA (Londra Külçe Piyasası Birliği)’nin açıkladığı Londra Kıymetli Maden Külçe Piyasasında işlem görebilecek külçelerin özellikleri aşağıdaki tabloda sıralanmıştır²¹³;

²¹² Kemal Kaplan, *Türkiye’de Kuyumculuk ve Altın*, TBMM Yayınları, 2004, s. 56.

²¹³ Jonathan Spall, *Investing in Gold*, McGraw-Hill, 2009, s. 20–21.

Tablo 3.2
Londra Kıymetli Maden Külçe Piyasasında İşlem Görebilen Külçelerin Özellikleri

AĞIRLIK
Minimum altın ağırlığı 350 troy ons (<i>yaklaşık 10,9 kilogram</i>)
Maksimum altın ağırlığı 430 troy ons (<i>yaklaşık 13,4 kilogram</i>)
Külçenin toplam 0,025 katları şeklinde troy ons ağırlık birimi cinsinden belirtilmeli ve en yakın 0,025 katı altına yuvarlanmalıdır.
ÖLÇÜLER
Uzunluk 250 mm. (+/- 40 mm.) , iki köşe arasındaki maksimum eğim %7 - %15
Genişlik 70 mm. (+/- 15 mm.) , iki köşe arasındaki maksimum eğim %15 - %30
Yükseklik 35 mm. (+/- 10 mm.)
SAFLIK
Minimum kabul edilebilir saflık 0,995
Her külçede seri numarası, rafineri şirketinin damgası, üretim yılı ve saflık derecesinin yazılı olması gerekmektedir.

Kaynak: Spall, a.g.e., s. 20–21.

Kıymetli maden sikke ve külçelerine yatırım yapmanın avantajları ve dezavantajları şu şekilde sıralanabilir²¹⁴.

Avantajları;

- Standart külçe ve sikkeler kolaylıkla tanımlanabilir ve değerleri hesap edilebilir.
- Özellikle sikkeler çok ciddi kriz ortamlarında dahi taşınabilir varlıklardır. ABD Hava Kuvvetlerinde görevli pilotların giysilerinde uçaklarının düşmesi durumunda kısa sürelide olsa temel ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri için iki adet altın sikke saklanmıştı ki bu durum kıymetli madenlerin (özellikle altının) bu özelliğini çok daha iyi anlatmaktadır.

²¹⁴ Dunwiddie, a.g.e., s. 24–27.

- Diğer bazı kıymetli madenlere dayalı yatırım araçlarında olduğu gibi evrak, dijital hesap, sertifika v.b. şeklinde değil fiziksel olarak da kıymetli madene sahip olursunuz.

- Eski gümüş sikkeler ve her türlü altın sikke ve külçeler Avrupa Birliğinde katma değer vergisi ödenmeden alınıp satılabilir. Türkiye’de kıymetli madenler KDV ve ÖTV’den muaftır. Kıymetli madenin değer artışından dolayı kurumsal yatırımcıların haricinde bireysel yatırımcılar gelir vergisi ödemezler.

- Özellikle standart altın ve gümüş külçeler madenin salt değerinin üzerine çok cüzi bir fiyat eklenmesiyle temin edilebilir. Sikkelerde bu oran biraz daha yüksek olmakla beraber kabul edilebilir düzeydedir.

Dezavantajları;

- Fiziksel olarak kıymetli madenin varlığı yatırımcıyı açık hedef haline getirmektedir.

- Yatırım yapılan sikke veya külçe standart değilse alınan maden değerinin altında bir fiyatla işlem görmek zorunda kalabilir.

- Külçeleri daha ufak parçalara ayırıp ihtiyaç olunan kadar kısmını satmak mümkün değildir. Sikkeler nispeten daha küçük meblağlar tutacağından bu sıkıntı yaşanmamaktadır. 1 gr, 2 gr, 5 gr gibi külçelerde de satın alınırken salt maden değerinin üzerine daha fazla fark ödenmektedir.

- Altın ve gümüşün dışındaki madenlerde alım ve satım arasındaki fark açıktır.

3.2 Kıymetli Maden Piyasaları

3.2.1 Dünya Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden Sertifikaları

Kıymetli maden sertifikalarının Türkiye’de çok fazla kullanılmamasına karşın, dünyada pek çok örneği bulunmaktadır. Bu bölümde dünyada sermaye piyasalarındaki kıymetli maden sertifikalarından en önemlisi Pert Darphane Sertifikası incelenecektir.

Perth Darphane Sertifikası: Bu sertifika programı Avustralya hükümeti tarafından desteklenmektedir. Bu özelliğinden dolayı altın sertifikaları arasında eşsizdir. Perth Mint Gold Certificates altına herhangi bir depolama ve saklama masrafı olmadan yatırım yapmayı sağlar²¹⁵.

Bununla birlikte Perth Mint sertifika programı hakkında çeşitli dezavantajlar olduğu da bilinmektedir. Bu dezavantajlar şu şekilde sıralanmaktadır;

- Perth Mint kâğıt altın satmaktadır.
- Avustralya gerektiğinde altına el koyacak kanuni mekanizmaya sahiptir.
- Avustralya hükümeti büyük bir borçlanma içerisindedir.
- Avustralya'daki altın madenleri bitmek üzeredir²¹⁶.

Tablo 3.3
Pert Altın Sertifikası Altın Miktarları

	KALDIRAÇ ORANI (%)	FİZİKİ ALTIN (%)	KÂĞIT ALTIN (%)
2000	3.65	27.4	72.6
2001	4.83	20.7	79.3
2002	4.61	21.7	78.3
2003	8.85	11.3	88.7
2004	10.36	9.7	90.3
2005	11.38	8.8	91.2
2006	18.18	5.5	94.5

Kaynak: *Pert Madeni Altın Miktarı*, 2009, <http://www.marketskeptics.com/2009/02/warning-about-perth-mint-gold.html> (09.11.2009), s.1

²¹⁵ *Perth Mint Gold Certificates*, 2009, <http://www.silverandgold.biz/gold-certificates/> (20.10.2009), s. 1.

²¹⁶ *Warning About Perth Mint Gold Certificates*, 2009, <http://www.marketskeptics.com/2009/02/warning-about-perth-mint-gold.html> (20.10.2009), s. 1.

3.2.2 Türkiye Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden Sertifikaları

Kıymetli maden sertifikaları batıda daha çok bankalar tarafından ihraç edilecek bir kıymetli evrak olarak yer almaktadır. Ancak Türkiye’de bu tür uygulamalar söz konusu olmamıştır. Benzer bir düzenleme “Altın Bonoları” adı altında gerçekleştirildi. Aslında doğru terminoloji de budur. Altın sertifikası deyimi uygulamada değişik gramlardaki külçe altının özelliklerini belirten belgeye verilen isimdir. Bir altın sertifikasının üzerinde altının kaç gram ve kaç ayar olduğu, hangi rafineri tarafından üretildiği ve sertifikanın seri numarası yer alır. Aynı bilgiler altın külçe üzerinde de bulunur. Ancak altın külçeler misli eşya niteliğinde olduklarından, ayırıcı tek faktör altın üzerindeki seri numarası ile sertifika üzerindeki seri numarasının birbirini tutmasıdır²¹⁷.

Günümüzde altın sertifikalarına benzer bir uygulamayı Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş yapmaktadır. “Altın Çek” olarak adlandırılan bu hesap türü, bildiğimiz altını hediye çeki haline getiriyor. Geleneksel alışkanlıklardan biri olan altını daha pratik ve güvenli şekilde saklama olanağı sağlıyor. Altın Çek ile ne altını hediye eden, ne de hediyeyi alan kişi için taşıma veya bulundurma riski taşıyor. 1 gr, 2 gr, 5 gr ve 10 gr seçenekleri ile kullanıma sunulan Altın Çekleri satın alan müşteri piyasa fiyatlarından altını nakden alıyor veya Kuveyt Türk Katılım A.ş ‘de herhangi bir cari hesabı var ise, bu hesap üzerinden çeki düzenletiyor. Çeki alan ve bozdurmak isteyen kişi Altın Çekini Kuveyt Türk şubelerine ibraz ediyor ve TL karşılığını yine piyasa fiyatları üzerinden alıyor veya Kuveyt Türk’ten Altın Depo Hesabı açtırarak buraya yatırıyor. Piyasada uygulanan alış satış arasındaki büyük farklardan zarar görmüyor²¹⁸.

Ankara Ticaret Odası (ATO) geçtiğimiz seneler içinde kıymetli maden sertifikalarını teşvik edecek açıklamalarda bulunmuş, ülkemizde halkın elinde kişi başına 60 gr. civarında altın bulunduğu, bu altının bir kıymetli maden sertifikası sistemi

²¹⁷ Serdar Çıtak, **24 Ayarın Hikayesi-Altın**, İstanbul: Altın Borsası Yayınları, 2004, s. 96.

²¹⁸ *Altın Çek Hesabı*, 2009, http://www.kuveytturk.com.tr/tr/BireyselBankacilik_HesapTurleri_AltinCek.aspx (10.10.2009), s. 1.

ile değerlendirilerek ülke ekonomisine kazandırılabilceği şeklinde bir açıklama yapılmıştır²¹⁹.

3.3 Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri

3.3.1 Dünyada Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri

Kıymetli madencilik işiyle uğraşan şirketleri büyüklüğüne ve sahip oldukları maden yataklarının kullanımına göre şöyle sınıflayabiliriz.

Büyük şirketler (Major); Sahip oldukları maden yataklarında büyük ölçüde araştırma safhasını geçmiş, kıymetli maden üretimi ve stoku ile piyasada olan büyük ölçekli madencilik şirketleridir. Madencilik şirketleri arasında en güvenli olanlarıdır. Bu şirketlerden altın madenciliği yapanlara birkaç örnek vermek gerekirse; Newmont Mining (NEM), AngloGold Ashanti (AU), Freeport McMoran (FCX) ve Barrick Gold (ABX)'u verebiliriz. Gümüş madenciliği yapan büyük şirketler az olmakla beraber; Pan American Silver (PAAS), Apex Mining (SIL) ve Coeur D'Alene Mines (CDE) sayılabilir. Silver Standart (SSRI)'da büyük ölçekli bir şirket olmasına rağmen madencilik yapmaz. Gümüş madenleri üzerine yatırım yapan gayrimenkul yatırım şirketi gibi düşünebiliriz. Sahip olduğu madenleri satar ya da madencilik şirketlerine kiraya verir²²⁰.

Gelişmekte olan şirketler; Bu kategoriyi orta ölçekli şirketler olarak da değerlendirebiliriz. Üretim yaptıkları maden yatakları da olmasına rağmen, yeni madenler için araştırma faaliyeti içindedirler. Bu şirketlere örnek verecek olursak; Gold Corporation (GG), Agnico-Eagle Mines (AEM) ve Sea Bridge (SA) sayılabilir. Bu şirketlerin hisse senetleri büyüme amaçlayan yatırımcılara tavsiye edilebilir²²¹.

Araştırma faaliyetinde olan küçük çaplı şirketler; Henüz üretim aşamasına geçmemiş ufak çaplı firmalardır. Risk oranı çok yüksektir Çok büyük kâr hedefleyen ve bu uğurda da risk almaktan kaçınmayan yatırımcılar için önerilebilir. Piyasa hakkında yerince bilgiye sahip olmayanlar için pek tavsiye edilmez. Yatırım yapılacaksa da

²¹⁹ ATO'dan Altın Sertifikası Önerisi, 2010, <http://www.atonet.org.tr/tukce/bulten/bulten.php3?sira=75> (10.01.2010), s. 1.

²²⁰ Mladjenovic, a.g.e., s. 165.

²²¹ Mladjenovic, a.g.e., s. 165.

profesyonel bir danışmandan yardım alınabilir. Bu danışmanlara örnek verecek olursak; Jay Taylor, Doug Casey, David Morgan, Lawrence Roulston'dır. 1970'lerin sonunda kıymetli maden işiyle uğraşan şirketlerin hisse senetleri çok büyük oranda prim yaptı. 1980 Ocak ayında altın o zaman için tepe noktası olan 870\$'ı bulduğu zamana kadar tüm madencilik şirketleri prim açısından birbirleri ile yarış halindeydiler. Büyük ölçekli altın şirketlerinden örnek verecek olursak; Home Stake Mining 1978'de 5\$'ın altında işlem görürken 1980'de 25\$'ın üzerine çıktı. Aynı tarihlerde gümüşteki fiyat artışı çok daha hızlıydı. 1970 yılında 1.29\$'dan 1980 yılında 40.45\$'a artmıştı. Aynı dönemler için küçük çaplı gümüş madencilik şirketlerinin hisse senetlerinden örnek verecek olursak; Lion Mines 1976 yılında 7 cent'den işlem gören şirket hissesi 1980 yılında 380\$'ı buldu. 1976 yılında Lion Mines şirketi hisse senedine yapılan 184\$'lık bir yatırım sadece 2 yıl sonra bir milyon doları buldu²²².

Aşağıdaki tablolarda altın madenciliği yapan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan portföyler sunulmaktadır. Muhafazakâr, dengeli ve riskli olarak 3 grupta toplanan portföylerde altın madenciliği yapan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerleri ve hisse senetlerinin kısaltmaları belirtilmiştir.

Tablo 3.4
Altın, Gümüş ve Platin Madenciliği Yapan Şirketlerin Hisse Senetlerine Ait Muhafazakâr Portföy

MUHAFAZAKÂR PORTFÖY		
<u>Şirket Adı</u>	<u>Kısaltma</u>	<u>Piyasa Değeri (US\$ Milyon)</u> <u>23.11.2007</u>
Gold Fields	<i>GFI</i>	11,490
Goldcorp	<i>GG</i>	24,460
Newmont	<i>NEM</i>	23,540
IAMGOLD	<i>IAG</i>	2,640
Royal Gold	<i>RGLD</i>	896

Kaynak: James Turk and John Rubino **The Collapse Of The Dolar And How To Profit From it**, 2007, s.136

²²² Mladjenovic, a.g.e., s. 14-15.

Büyük şirketlerin hisse senetlerinden oluşan Muhafazakâr Portföy de Gold Fields, Newmont, Goldcorp, IAMGOLD ve Royal Gold yer almaktadır. Genel olarak bakıldığında güvenli şirketlerden oluşan portföy risk almak istemeyen yatırımcılar açısından cazip görünmektedir.

Tablo 3.5

Altın, Gümüş ve Platin Madenciliği Yapan Şirketlerin Hisse Senetlerine Ait Dengeli Portföy

DENGELİ PORTFÖY		
<u>Şirket Adı</u>	<u>Kısaltma</u>	<u>Piyasa Değeri (US\$ Milyon)</u> <u>23.11.2007</u>
Agnico-Eagle	<i>AEM</i>	7,100
Freeport McMoran	<i>FCX</i>	34,750
Gold Fields	<i>GFI</i>	11,490
Goldcorp	<i>GG</i>	24,460
Kinross Gold	<i>KCG</i>	11,220
Newmont	<i>NEM</i>	23,540
Pan American Silver	<i>PAAS</i>	2,460
Royal Gold	<i>RGLD</i>	896
Silver Wheaton	<i>SLW</i>	3,360

Kaynak: James Turk and John Rubino, **The Collapse Of The Dolar And How To Profit From it**, Broadway Busines, 2007, s. 136.

Dengeli Portföy olarak adlandırılan portföy geliştirmekte olan şirketlerin hisse senetleri ile büyük şirketlerin hisse senetlerinin karması olarak düşünülebilir. Risk almak istemeyen ve aynı zamanda kazançlı yatırım yapmak isteyen yatırımcılar açısından cazip görünmektedir.

Tablo 3.6**Altın, Gümüş ve Platin Madenciliği Yapan Şirketlerin Hisse Senetlerine Ait Riskli Portföy**

RİSKLİ PORTFÖY		
<u>Şirket Adı</u>	<u>Kısaltma</u>	<u>Piyasa Değeri (US\$ Milyon)</u> <u>23.11.2007</u>
Crystallex	<i>KRY</i>	648
Durban Deep	<i>DROOY</i>	304
Excellon Resources	<i>EXN. V</i>	233
Gammon Gold	<i>GRS</i>	822
Golden Star	<i>GSS</i>	780
Great Panther	<i>GPR. TO</i>	80
High River Gold	<i>HRG. TO</i>	647
Minefinders	<i>MFN</i>	587
Novagold	<i>NG</i>	1.006
Silver Standard	<i>SSRI</i>	2.270

Kaynak: James Turk and John Rubino, **The Collapse Of The Dolar And How To Profit From it**, Broadway
Busines, 2007, s.136

Riskli Portföy olarak adlandırılan portföy büyük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların aksine amacı güvenli yatırımdan çok, kazanç elde etmek olan ve risk almayı tercih eden yatırımcılar açısından cazip görünmektedir. Portföyü oluşturan şirketlerin yapısına bakıldığında daha çok piyasa değeri düşük ve araştırma faaliyetinde olan küçük şirketlerden oluşmaktadır.

3.3.2 Türkiye’de Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri

Türkiye’de madencilik şirketi olarak kıymetli madenlerle uğraşan bir şirket borsada işlem görmezken, kuyumculuk ve mücevherat sektöründe çalışan Goldaş İMKB’de işlem görmektedir. Fakat bu yurtdışındaki fon oluşturmaya, sektörel veri oluşturmaya yeterli değildir. Bu konuda sevindirici gelişme Koza Altın İşletmelerinin borsada işlem görmek üzere başvuruda bulunmasıdır. Koza Altın İşletmeleri A.Ş (Koza Altın), yüzde 30’luk bölümünün halka arzı için Sermaye Piyasası Kuruluna (SPK) ve işlem görmesi için İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) başvurdu. Koza Altın İşletmeleri A.Ş. 18 milyon lira tutarında hisse senedini, halka arz etmek için Sermaye Piyasası Kurulu’na (SPK) başvuruda bulundu. Şirketten yapılan yazılı açıklamada, halka açılması planlanan yüzde 30’luk kısmın, yüzde 15’lik bölümünün, mevcut ortaklardan Koza-İpek Holding A.Ş.’ye ait payların, diğer 15’lik bölümünün, mevcut ortaklardan ATP İnşaat ve Ticaret A.Ş.’ye ait payların satışı yöntemiyle gerçekleştirileceği bildirildi. SPK’nın haftalık bülteninde, şirket ortaklarından Koza İpek Holding A.Ş.’nin sahibi olduğu paylardan 9 milyon lira ve ATP İnşaat ve Ticaret A.Ş.’nin sahip olduğu paylardan 9 milyon lira olmak üzere toplam 18 milyon nominal değerli payların halka arz edilmesinin planlandığı kaydedildi. Ek satış hakkının da kullanılması durumunda Koza Altın’ın halka açıklık oranının yüzde 34,5’e yükseleceği belirtildi. Yani talep gelmesi halinde aynı ortaklara ait paylardan toplam 2,7 milyon lira nominal değerli paylar da ek satış hakkı kapsamında halka arz edilecektir²²³.

Koza Altın İşletmeleri A.Ş. hisse senetleri için 3-5 Şubat 2010 tarihleri arasında yurt içi ve dışından 13.757 yatırımcıdan 18.744.139 lot toplam olarak 689.784.315 liralık talep toplamış olup, halka açıklık oranı %30 olan şirketin paylarının yüzde 40’ı yurt dışı kurumsal, yüzde 56’sı yurt içi bireysel, yüzde 4’ü ise yurt içi kurumsal yatırımcılara başarılı bir şekilde arz edildi ve böylece kıymetli maden çıkarma işi ile uğraşan bir Türk şirketi hisse senetleri ilk olarak organize borsada işlem görmeye başladı²²⁴.

²²³ Koza Altın Başvuruda Bulundu, 2010, <http://www.ekonomiborsa.com/koza-altin-halka-arz-icin-basvuruda-bulundu.html> (10.01.2010), s. 1.

²²⁴ Koza Altın Halka Arz Edildi, 2010, http://www.hebervaktim.com/haber/107368/koza_altin_halka_arz_edildi%C2%A0.html (13.02.2010), s. 1.

3.4 Kıymetli Madene Dayalı Yatırım Fonları

Dünyada kıymetli madene dayalı yatırım fonları fiziksel olarak kıymetli maden içeren yatırım fonu ve sektörel şirketlerin hisse senetlerini içeren yatırım fonu olmak üzere iki alternatifliken, Türkiye’de sadece fiziksel olarak altına dayalı yatırım fonları mevcuttur.

3.4.1 Dünya Sermaye Piyasalarında Kıymetli Madene Dayalı Yatırım Fonları

Dünyada kıymetli madenler yatırım fonları uygulamasına baktığımızda ağırlıklı olarak maden şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapıldığı görülmektedir. Kıymetli madenler yatırım fonlarının en geniş uygulama alanı bulunduğu ABD’de bir fonun yatırım yapacağı külçe altın miktarı fon değerinin %10’u ile sınırlandırılmıştır. Dünya çapında faaliyet gösteren kıymetli maden yatırım fonlarından en önemlileri arasında Amerikan Century Global Gold Fund, Fidelity Select Gold Portfolio ve Lexington Gold Fund sayılabilir. Kıymetli madenlere yatırım ortaklıklarında ise en önde gelen kuruluş Morgan Stanley Dean Witter Precious Metals and Minerals Trust’dir²²⁵.

²²⁵ Çıtak, a.g.e., s. 95.

Tablo 3.7

Kıymetli Madenlere Dayalı Borsa Yatırım Fonlarına Ait Bilgiler

FON ADI	KISALTMA	ARZ TARİHİ	HİSSE	TOPLAM DEĞER
PowerShares DB Precious Metals Fund ²²⁶	<i>DBP</i>	1.5.2007	8.0 MM	\$304.6 MM
PowerShares DB Gold Fund ²²⁷	<i>DGL</i>	1.5.2007	4.0 MM	\$158.0 MM
PowerShares DB Silver Fund ²²⁸	<i>DBS</i>	1.5.2007	3.0 MM	\$93.5 MM
COMEX Gold Trust ²²⁹	<i>IAU</i>	1.21.2005	26.0 MM	\$2.776 MM
COMEX Silver Trust ²³⁰	<i>SLV</i>	1.21.2006	305.8 MM	\$5.186 MM
SPDR Gold Shares ²³¹	<i>GLD</i>	11.18.2004	364.8 MM	\$38.741 MM
VanEck Gold Miners ETF ²³²	<i>GDX</i>	05.16.2006	----	\$5.568 MM

Bu bölümde dünya piyasalarındaki kıymetli madenlere dayalı yatırım fonlarına ilişkin önemli örnekler yer almaktadır.

Rydex Yatırım Fonları: Kıymetli madenlere dayalı yatırım fonu olarak dört ayrı seçenek sunmaktadır. Bu dört seçenek bireysel yatırımcılar, yatırım şirketleri, kayıtlı yatırımlar için farklı ücret yapıları ve farklı servis ücretleri içeren seçeneklerdir. Rydex

²²⁶ *PowerShares DB Precious Metals Fund*, 2010, <http://www.invescopowershares.com/product/s/overview.aspx?ticker=DBP#indexweights> (23.01.2010), s. 1.

²²⁷ *PowerShares DB Silver Fund*, 2010, <http://www.invescopowershares.com/products/overview.aspx?ticker=DBS> (23.01.2010), s. 1.

²²⁸ *COMEX Gold Trust*, 2010, http://us.ishares.com/product_info/fund/overview/IAU.htm (23.01.2010), s. 1.

²²⁹ *COMEX Silver Trust*, 2010, http://us.ishares.com/product_info/fund/overview/SLV.htm (23.01.2010), s. 1.

²³⁰ *SPDR Gold Shares*, 2010, <https://www.spdrs.com/product/fund.seam?ticker=GLD> (23.01.2010), s. 1.

²³¹ *VanEck Gold Miners ETF*, 2010, <http://www.vaneck.com/index.cfm?cat=3192&cGroup=ETF&tkr=GDX&LN=3-02#> (23.01.2010), s. 1.

²³² *PowerShares DB Gold Fund*, 2010, <http://www.invescopowershares.com/products/overview.aspx?ticker=DGL> (23.01.2010), s. 1.

yatırım fonları *Advisor Class*, *A Class*, *C Class* ve *Investor Class* seçenekleri ile yatırımcıların yapılarına göre sınıflandırılmıştır.

A Class kıymetli maden fonu daha çok uzun vadeli ve yüklü miktarlarda yatırım yapan yatırımcılar için uygundur. Satış işlemleri için bir satış ücreti alınmaktadır. Bu ücret satış zamanına ve miktarına göre değişmektedir.

C Class kıymetli maden fonu bir yıl ertelenmiş satışlar için tercih edilen bir seçenektir. Satış işlemi aracılar tarafından yapılmaktadır ve on üçüncü aydan itibaren yapılabilir.

Advisor Class kıymetli maden fonu kayıtlı yatırım danışmanları için sunulmuş bir fondur ve belirli bir servis ücreti bulunmaktadır. %0.25'lik servis ücreti fon içerisinde tahsil edilir.

Investor Class kıymetli maden yatırım fonu bireysel yatırımcılar için sunulmuş olup herhangi bir servis ücreti bulunmamaktadır²³³.

Tablo 3.8
Rydex Yatırım Fonları Sınıflandırmaları

SINIF ADI	KISALTMA	ARZ TARİHİ	YTD RETURN	BİRİM FİYAT	TOPLAM DEĞERİ
Advisor Class	RYMPX	08.01.2003	-6.13%	\$ 58.02	\$ 22,442 M
A Class	RYMNX	09.01.2004	-10.57%	\$ 58.80	\$ 10,568 M
C Class	RYZCX	04.27.2001	-7.10%	\$ 54.94	\$ 25,033 M
Investor Class	RYPMX	12.01.1993	-0.12%	\$ 59.84	\$ 121,411 M
Toplam					\$ 179,454 M

Kaynak: http://www.rydex-sgi.com/products/mutual_funds/info/overview.rails?cusip=783554207 (23.01.2010)

Fon toplam değerine bakıldığında *Investor Class* diğer seçeneklerden daha yüksek toplam değere sahip olduğu görülmektedir. Bunun sebebi hem bireysel yatırımcılara hizmet veriyor olması hem de arz tarihi olarak diğer seçeneklerden daha eski olması olabilir. Birim fiyat değeri olarak da *Investor Class* diğer seçeneklere göre

²³³ *Rydex Mutual Funds*, 2009, http://www.rydex-sgi.com/products/mutual_funds/info/ShareClass.rails (25.10.2009), s. 1.

yüksektir. Rydex yatırım fonu toplam fon değeri olarak \$ 263.741.462'lık değeri ile önemli bir fondur.

Rydex kıymetli maden yatırım fonunu oluşturan madencilik şirketleri ve fona katılım oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.9
Rydex Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu Fon İçeriği

ŞİRKET ADI	KISALTMA	FON İÇERİĞİ(%)
FREEMPORT-MCMORAN COPPER & GOLD INC.	FCX	13.18
BARRICK GOLD	ABX	8.37
NEWMONT MINING	NEM	8.25
GOLDCORP INC	GG	7.43
AGNICO EAGLE MINES, LTD.	AEM	5.37
SOUTHERN COPPER CORP	PCU	4.36
YAMANA GOLD INC.	AUY	4.32
KINROSS GOLD CORP	KGC	4.10
ANGLOGOLD LTD	AU	4.02
RANDGOLD RESOURCES LTD-A	GOLD	3.61

Kaynak: Rydex Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu, http://www.rydex-sgi.com/products/mutual_funds/info/holdings.rails?cusip=78355E262 (18.01.2010)

Rydex kıymetli madenler fonunu oluşturan madencilik şirketlerine bakıldığında fonun genel yapısının Altın, Gümüş ve Platin Madenciliği Yapan Şirketlerin Hisse Senetleri bölümünde incelenen portföy yapılarından dengeli portföy ve muhafazakar portföyün bir karması olduğu görülmektedir. Riskten uzak ve dengeli bir yatırım yapmak isteyen yatırımcılar Rydex kıymetli madenler fonunu tercih edebilirler.

Tocqueville Funds: Tocqueville yatırım fonu uzun vadeli yatırımları hedeflemektedir. Fon yatırımlarının %80'i altın ve dünya çapında altın madenciliği yapan şirketlerin hisse senetlerinden oluşmaktadır. Fona ait genel bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır²³⁴.

Tablo 3.10
Tocqueville Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ	
	18.01.2010 Tarihi İtibarıyla
Halka Arz Tarihi	6.29.98
Fon Toplam Değeri	\$933.8 M
Kısaltma	TGLDX
Minimum Yatırım	\$ 1,000
PORTFÖY DAĞILIMI	
Altın ve Altınla İlgili	87.9
Kıymetli Madenler	12.1
Toplam (%)	100.00

Kaynak: Tocqueville Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu,
http://www.tocquevillefunds.com/pdfs/Gold_Fund_FS_3Q09.pdf (10.01.2010)

11 yıllık bir geçmişe sahip olan Tocqueville yatırım fonu altın ve kıymetli madenlerden oluşmaktadır. Toplam değeri ise 933,8 milyon dolar ve minimum yatırım ücreti 1000 dolardır.

Tocqueville yatırım fonunu oluşturan altın, gümüş ve platin madenciliği yapan şirketler ve katılım oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

²³⁴ Tocqueville Mutual Funds, 2009, http://www.tocquevillefunds.com/gf_overview.html (23.10.2009), s. 1.

Tablo 3.11

Tocqueville Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İÇeriği

ŞİRKET ADI	FON İÇERİĞİ(%)
Fiziksel Altın	10.58
Ivanhoe Mines Ltd	8.66
Iamgold, Intl African Mining Gold Corp.	6.39
Randgold Resources Ltd	6.24
Osisko Exploration Ltd	5.44
Goldcorp Inc.	5.04
Franco Nevada Corp.	4.03
Silver Wheaton Corp.	3.69
Andean Resources	3.43
Royal Gold Inc.	3.38

Kaynak: Tocqueville Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu,
http://www.tocquevillefunds.com/pdfs/Gold_Fund_FS_3Q09.pdf (10.01.2010), s.1

Tocqueville yatırım fonunu oluşturan şirketlere genel olarak bakıldığında Altın, Gümüş ve Platin Madencilği Yapan Şirketlerin Hisse Senetleri bölümünde verilen portföylerden muhafazakâr portföye benzer bir yapıya sahip olduğu, risk almadan güvenli bir yatırım yapmak isteyen ve uzun vadeli düşünen yatırımcılar için kullanışlı bir fon olduğu gözlemlenmektedir.

Vanguard Mutual Fund: Uzun vadeli yatırımcılar için işlem gören fon dünya çapındaki altın, gümüş ve platin madencilği yapan şirketlerin hisse senetlerinden

oluşmaktadır. Vanguard kıymetli maden yatırım fonuna ilişkin genel bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir²³⁵.

Tablo 3.12
Vanguard Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ	
	18.01.2010 Tarihi İtibarıyla
Halka Arz Tarihi	1999
Fon Toplam Değeri	\$4.000 M
Kısaltma	VGPMX
Minimum Yatırım	\$10,000

Kaynak : Vanguard Kıymetli Madenler Yatırım Fonu,
<https://personal.vanguard.com/us/FundsSnapshot?FundId=0053&FundIntExt=INT> (09.01.2010), s.1

10 yıllık bir geçmişe sahip olan Vanguard Mutual Fund minimum yatırım miktarıyla dikkat çekmektedir. \$10.000 ile diğer kıymetli madenlere yatırım yapan fonlara oranla oldukça yüksek bir minimum yatırım tutarına sahiptir. Fon toplam değerine bakıldığında ise \$4,0 milyar ile yine diğer fonlara oranla yüksek bir toplam değere sahiptir. Vanguard Mutual Funds'a ait şirket hisse bilgileri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

²³⁵ Vanguard Mutual Funds, 2009,
<https://personal.vanguard.com/us/FundsSnapshot?FundId=0053&FundIntExt=INT> (24.10.2009), s. 1.

Tablo 3.13

Vanguard Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İçeriği

ŞİRKET ADI	FON İÇERİĞİ(%)
Lonmin PLC	8.1
Johnson Matthey PLC	7.5
Eramet	7.3
Imerys SA	6.8
Impala Platinum Holdings Ltd. ADR	6.5
Petropavlovsk PLC	5.0
Sims Metal Management Ltd.	4.8
BHP Billiton Ltd.	4.6
Resources Ltd.	4.3
Hochschild Mining PLC	4.2

Kaynak: Vanguard Kıymetli Madenler Yatırım Fonu,
<https://personal.vanguard.com/us/FundsQuarterEndHoldings?FundId=0053&FundIntExt=INT> (11.01.2010), s.1

ProFunds Mutual Fund: Dow Jones Kıymetli Madenler Endeksine bağlı olarak işleyen bir yatırım fonudur. ABD'nin önde gelen altın, gümüş ve platin madenciliği yapan şirketlerinin hisse senetlerinden oluşan bir fondur. ProFunds Mutual Fund'a ait portföy bilgileri aşağıdaki tabloda verilmiştir²³⁶.

²³⁶ *ProFunds Mutual Funds*, http://www.profunds.com/ProFundsProfiles/FundID_415/Precious_Metals/Profile.fs (25.10.2009), s. 1.

Tablo 3.14
ProFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ	
	<i>18.01.2010 Tarihi İtibarıyla</i>
Halka Arz Tarihi	6.3.2002
Fon Toplam Değeri	\$12.900 M
Kısaltma	PMPiX
Minimum Yatırım	-----

Kaynak : ProFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu,
http://www.profunds.com/ProFundsProfiles/FundID_415/Precious_Metals/Profile.fs (11.01.2010)

2002 yılında arz edilen ProFunds Mutual Fund 12.90 milyar dolarlık toplam değer ile kıymetli madenlere yatırım yapan fonlar arasında önemli bir yere sahiptir. Fona ait madencilik şirketleri ve katılım oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.15
ProFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İçeriği

ŞİRKET ADI	FON İÇERİĞİ(%)
Barrick Gold Corp.	22.14
Goldcorp Inc.	17.56
Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.	16.85
Newmont Mining Corp	12.54
AngloGold Ashanti Ltd. ADS	8.59
Agnico-Eagle Mines Ltd.	6.26
Gold Fields Ltd. ADS	5.37
Lihir Gold Ltd. ADS	3.53
Randgold Resources Ltd. ADS	3.44
Harmony Gold Mining Co. Ltd. ADS	2.24

Kaynak : Midas Kıymetli Madenler Yatırım Fonu,
http://www.profunds.com/ProFundsProfiles/FundID_415/Precious_Metals/Profile.fs (11.01.2010), s.1

ProFunds Mutual Fund'ı oluşturan madencilik şirketlerine bakıldığında büyük şirketlerden oluşan bir portföy olduğu görülmektedir. Yatırım fonunun güvenilirliği ve riskten arınmış olması yatırımcıları bu fona yönelten bir etken olarak düşünülebilir. Fon toplam değerinin 13 milyar dolara ulaşmasında fon portföyünü oluşturan şirketlerin yapısının etkisi göz ardı edilmemelidir. ProFunds diğer yatırım fonlarıyla karşılaştırıldığında portföyünü oluşturan şirketler yönünden üstünlük sağlamaktadır.

Midas Funds: Midas kıymetli madenlere dayalı yatırım fonu altın, gümüş, platin madenciliği yapan şirketlerin hisse senetleri ve doğal kaynaklardan oluşmaktadır. Fona ait bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir²³⁷.

Tablo 3.16
Midas Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ	
	<i>18.01.2010 Tarihi İtibarıyla</i>
Halka Arz Tarihi	01.02.2002
Fon Toplam Değeri	\$119.4 M
Kısaltma	MIDSX
Minimum Yatırım	\$1,000

Kaynak : *Midas Kıymetli Madenler Yatırım Fonu*, <http://quote.morningstar.com/fund/f.aspx?t=midsx> (11.01.2010), s.1

2002 yılında halka arz edilen Midas Funds yatırımcıların minimum \$1000'lık yatırımlarını kabul etmektedir. 124.8 milyon dolarlık toplam değeriyle diğer kıymetli madenlere yatırım yapan fonlara oranla daha düşük bir değere sahiptir. Midas Funds'a ait katılımcı şirket bilgileri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

²³⁷ *Midas Kıymetli Madenler Yatırım Fonu*, <http://www.midasfunds.com/MidasFund.html> (26.10.2009), s.1

Tablo 3.17**Midas Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İçeriği**

ŞİRKET ADI	FON İÇERİĞİ (%)
Eldorado Gold Corporation Ltd.	22.14
Buenaventura Mining Company Inc. ADR	17.56
Kinross Gold Corporation	16.85
BHP Billiton Limited ADR	12.54
Silvercorp Metals Inc.	8.59

Kaynak: *Midas Kıymetli Madenler Yatırım Fonu*, <http://quote.morningstar.com/fund/f.aspx?t=midsx> (11.01.2010), s.1

Şirket yapılarına bakıldığında orta seviyeli şirketlerden oluşan bir portföy olduğu görülmektedir. Dengeli bir yatırım hedefleyen yatırımcılar için cazip bir fon olarak dikkat çekmektedir.

UsFunds: Altın ve kıymetli madenler fonu olarak geçen bu fon ABD’de bu alanda çok köklü bir geçmişe sahiptir. Fonda yer alan şirketler çok büyük ve köklü olduklarından pazar payları da o oranda büyük olmaktadır. Altın, gümüş ve platin dışında paladyum ve elmas da fonun dâhilinde yer alan madenlerdir. Fon portföyüne ait bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir²³⁸.

Tablo 3.18**UsFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Portföy Bilgileri**

PORTFÖY BİLGİLERİ	
	<i>18.01.2010 Tarihi İtibarıyla</i>
Halka Arz Tarihi	07.01.1974
Fon Toplam Değeri	\$257 M
Kısaltma	USERX
Minimum Yatırım	-----

Kaynak : *Usfunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu*, <http://www.usfunds.com/media/files/pdfs/fundfactsheets/CurrentSheets/USERX.pdf> (12.01.2010), s.1

²³⁸ *UsFunds*, <http://www.midasfunds.com/MidasFund.html> (27.10.2009), s. 1.

Özellikle halka arz tarihi ile dikkat çeken UsFunds 35 yıllık geçmişi ile kıymetli madenlere yatırım yapan fonların başında gelmektedir. Diğer tüm fonlara oranla daha az riskli olan fonun toplam değeri 257,8 milyon dolardır. Köklü geçmişi ile yatırımcılara güven veren fonun portföyündeki şirket payları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.19
UsFunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu Fon İçeriği

ŞİRKET ADI	FON İÇERİĞİ(%)
Randgold Resources Ltd. ADS	8.61
Goldcorp Inc.	4.79
Agnico-Eagle Mines Ltd.	4.15
Dundee Precious Metals Inc	3.76
Royal Gold	3.38
Red Back Mining Inc	3.27
Centamin Egypt Ltd	3.05
Silver Wheaton Corp	3.02
Kinross Gold Corporation	3.01
IAMGOLD Corp	2.57

Kaynak : *Usfunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu,*
<http://www.usfunds.com/media/files/pdfs/fundfactsheets/CurrentSheets/USERX.pdf> (12.01.2010), s.1

Portföydeki şirketlere bakıldığında UsFunds yatırım fonunun köklü ve güvenli olmasının nedeni açıkça görülmektedir. Madencilik şirketlerinin hepsi büyük çaplı şirketler ve birbirine çok yakın oranlarda fona katılmaktadırlar. Bu şirketlerin büyüklüğü nedeniyle kazancı sağlarken aynı zamanda riski de eşit oranda dağıtarak düşürmektedir. UsFund hem güvenli hem de kazançlı bir yatırım arayan yatırımcılar için çok cazip bir fon olarak göze çarpmaktadır.

Tablo 3.20**Dünyada Başlıca Kıymetli Maden İçeren Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması**

FON ADI	ARZ TARİHİ	TOPLAM DEĞERİ
PowerShares DB Precious Metals Fund	1.5.2007	\$304.6 M
PowerShares DB Gold Fund	1.5.2007	\$158.0 M
PowerShares DB Silver Fund	1.5.2007	\$93.5 M
COMEX Gold Trust	1.21.2005	\$2.776 M
COMEX Silver Trust	1.21.2006	\$5.186 M
SPDR Gold Shares	11.8.2004	\$38.741 M
VanEck Gold Miners ETF	5.16.2006	\$5.568 M
Rydex Yatırım Fonu	1993-2003	\$ 179.45 M
Tocqueville Yatırım Fonu	6.29.98	\$933.8 M
Vanguard Yatırım Fonu	1999	\$4.000 M
Profunds Yatırım Fonu	6.3.2002	\$12.900 M
Midas Yatırım Fonu	01.02.2002	\$119.4 M
UsFunds Yatırım Fonu	07.01.1974	\$257 M
	TOPLAM	71.216,75M

3.4.2 Türkiye Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden İçeren Yatırım Fonları

Kıymetli maden yatırım fonları herkesin anlayabileceği en genel tanımla, portföyünde fiziki olarak kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı finansman enstrümanlara yer veren yatırım fonlarıdır. Yatırım fonlarının sınıflandırılmasında uluslararası kural, portföy içeriği itibari ile adlandırmaktır. Türkiye'deki düzenlemelerde de bu kural takip edilmiştir. Herhangi bir yatırım fonunun kıymetli madenler yatırım fonu olarak adlandırılması için getirilmiş herhangi bir evrensel geçerlilikte bir kural bulunmamaktadır. Dolayısıyla portföyünde sadece altın madenciliği faaliyetinde bulunan şirketlerin hisse senetlerini bulunduran yatırım fonları

da kıymetli maden yatırım fonlarıdır. Sadece altın, gümüş ve platine dayalı vadeli işlem kontratlarına yer veren yatırım fonları da kıymetli maden yatırım fonlarıdır. Kıymetli madenler yatırım fonları açısından Türkiye'deki durum 2001 yılında yapılan yasal düzenlemelerle gerçekleştirilmiştir. Türkiye'deki ayrıma göre sadece altına dayalı ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları ile altının fiziki olarak kendisini portföyünde bulunduran fonlar "Altın Fonu" olarak adlandırılmaktadır. Portföyünde altın da dâhil olmak üzere diğer kıymetli madenleri bulunduran yatırım fonlarına da "Kıymetli Madenlere dayalı Yatırım Fonları" denilmektedir. Fon yönetiminde esas öncelikle fon portföyünde yer alan varlıkların korunması daha sonra da etkin bir şekilde yönetilmesidir. Dünyada fonlarla ilgili tüm düzenlemelerde bu ana kural dikkate alınır. Kıymetli madenler yatırım fonlarının uygulamasının olmamasının en büyük nedeni bu fonların vergisel düzenlemelerindeki belirsizliktir. Portföyde yer alan altının değerlendirilmesi durumunda nasıl bir vergilendirme uygulanacağı henüz bir belirlilik kazanmamıştır²³⁹.

Türkiye'deki kıymetli maden fonlarının tümü altına dayalı olarak çıkmaktadır. Mevzuat uyumu ile birlikte yatırım yapılacak madenin piyasa derinliğinin olması ve likit olmasının yanında yatırımcı talebi de fon kurulurken göz önüne alınan hususlardır. Türkiye'de altın fonlarının bu kadar yaygın olmasının sebebi İstanbul Altın Borsası sayesinde düşük maliyetle ve düzenleyici kurulların gözetiminde yatırım yapılabilmesidir. Yurtdışındaki borsalarda işlem gören diğer madenlere yatırım yapmak işlem ve saklama maliyetlerini özellikle kurumsal yatırımcılar için önemli ölçüde artırmaktadır²⁴⁰.

Akbank B Tipi Altın Fonu

Fon Hakkında: Akbank T.A.Ş. B Tipi Altın Fonu ("Fon") B tipi yatırım fonudur. Fon, Akbank T.A.Ş. tarafından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'nci maddelerine dayanılarak, 4 Eylül 2006 tarihinde İstanbul ili Ticaret Sicili Memurluğu'na 90418 - 35272 sicil numarası altında kaydedilerek 7 Eylül 2006 tarih ve 6637 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilen Fon içtüzüğü hükümlerine

²³⁹ Çıtak, a.g.e., s.95

²⁴⁰ HSBC Bank, (hsbceposta@hsbc.com.tr), Türkiye'deki Kıymetli Madenlere Dayalı Fonlar.

göre yönetilmek üzere, halktan katılma payları karşılığında toplanacak paralarla, katılma payı sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre Sermaye Piyasası araçlarından ve altın ile diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun 25 Ağustos 2006 tarih ve B.02,1.SP.K.0.15 - 514 sayılı izni ile kurulmuştur²⁴¹.

Amacı: Fon portföyüne yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde, nakde dönüşümü kolay olan ve riski az olanlar tercih edilir. Tebliğ'in 5. maddesi uyarınca, fon portföyünün en az % 51'i devamlı olarak Altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılır. Geniş kapsamda kabul edilen hedef, altın ağırlıklı bir portföyle gelir elde etmektir. Altın başta olmak üzere kıymetli madenlere dayalı yatırımlar ile gelecekte istikrarlı ve sürekli gelir akımlarının yaratılması hedeflenmektedir. Fon, kısa ve orta vade perspektifiyle, düşük risk düzeyinde, istikrarlı getiri performansı hedefiyle hareket eder.

Alım-Satım Talimatları: Yatırımcıların İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12.00'a kadar verdikleri katılma belgesi alım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. Yatırımcıların İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12.00'dan sonra iletilen talimatlar ilk pay fiyatı hesaplamasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir²⁴².

²⁴¹ Akbank B Tipi Altın Fonu, 2009, <http://www.akportfoy.com.tr/t/spk/malitablolar/afo.pdf> (10.10.2009), s.9

²⁴² Akbank B Tipi Altın Fonu, 2009, <http://www.akportfoy.com.tr/t/spk/malitablolar/afo.pdf> (10.10.2009), s.10

Tablo 3.21
Akbank B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ		
	<i>18.01.2010 Tarihi İtibariyle</i>	
Halka Arz Tarihi	06.11.2006	
Fon Toplam Değeri	72.048.979	
Yatırımcı Sayısı	5505	
Birim Pay Değeri	0,015713	
PORTFÖY DAĞILIMI		
Hisse Senetleri (%)	0,00	
Altın (%)	0,00	
BPP (%)	0,00	
Diğer (%)	100,00	
Yabancı Menkul Kıymetler	0,00	
Toplam (%)	100,00	
KURUCUNUN ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı / Unvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
H.Ö.Sabancı Holding	941.383.987	31,38
Citibank Overseas İvesment Corp.	600.000.000	20,00
Diğer	1.458.616.013	48,62
Toplam	3.000.000.000	100,00

Kaynak: Akbank B Tipi Altın Fonu, 2010, <http://www.akportfoy.com.tr/t/spk/afo.asp> (12.01.2010), s.1

Akbank B Tipi Altın Fonu 3 yıllık bir geçmişe sahip olmakla birlikte toplamda 5020 yatırımcısı ile 63.381.132 TL'lik bir toplam fon değeri oluşturmaktadır. %52'lik bir kısmını Sabancı Holding ve Citibank Overseas Investment Corp'ın ortaklığını oluşturduğu Altın Fonu'nun birim pay değeri 0,0148'dir.

AKBANK T.A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU

30 HAZİRAN 2009 TARİHİ İTİBARIYLA BİLANÇO

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Tablo 3.22
Akbank B Tipi Altın Fonu Bilançosu

	30 HAZİRAN 2009	30 HAZİRAN 2008
Varlıklar		
I- Hazır değerler	2.081.629	512.429
A. Kasa	----	----
B. Bankalar	2.081.629	512.429
C. Diğer hazır değerler	----	----
II- Menkul kıymetler	48.796.381	21.897.552
A. Hisse senetleri	----	----
B. Özel kesim borçlanma senetleri	----	----
C. Kamu kesimi borçlanma senetleri	----	----
D. Diğer menkul kıymetler	48.796.381	21.897.552
III- Alacaklar	----	----
IV- Diğer varlıklar	----	----
Varlıklar toplamı	50.878.010	22.409.981
Borçlar		
V- Borçlar		
A. Banka avansları	----	----
B. Banka kredileri	----	----
C. Fon yönetim ücreti	139.774	57.400
D. Denetim ücreti	2.985	4.575
E. Kurul kayıt ücreti	2.537	1.117
Borçlar toplamı	145.295	63.092
Net varlıklar toplamı	50.732.715	22.346.889
VI- Fon toplam değeri		
A. Katılma belgeleri	48.689.729	21.498.482
B. Katılma belgeleri değer artış/azalışı	1.095.376	860.976
C. Fon gelir gider farkı	947.610	(12.569)
- Cari yıl fon gelir gider farkı	(156.118)	572.338
- Geçmiş yıllar fon gelir gider farkı	1.103.728	(584.907)
Fon toplam değeri	50.732.715	22.346.889

Kaynak : Akbank B Tipi Altın Fonu, <http://www.akportfoy.com.tr/t/spk/malitablolar/afo.pdf> (10.10.2009), s.1

GARANTİ BANKASI A.Ş B TİPİ ALTIN FONU

Fon Hakkında: TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş. tarafından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'inci maddelerine dayanılarak ve bu içtüzük hükümlerine göre yönetilmek üzere halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, katılma belgesi sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inanca mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarından ve altın ile kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla "TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş. B TİPİ ÖZEL BİRİKİM YÖNETİMİ ŞUBESİ EUROBOND TAHVİL BONO FONU" kurulmuştur. Söz konusu fon Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alınan 12.03.2007 tarih, B.02,1.SPK.0.15-142 sayılı izni ile T. Garanti Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu'na dönüştürülmüştür.

Bu içtüzükte T. Garanti Bankası A.Ş. "KURUCU", Garanti Portföy Yönetimi A.Ş. "YÖNETİCİ", İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş., Clearstream Banking-Luxembourg ve İstanbul Altın Borsası "SAKLAYICI KURULUŞ", T.C Garanti Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu "FON", Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: VII, No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ise "TEBLİĞ" olarak ifade edilecektir²⁴³.

Amacı: Garanti Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonunun kurulma amacı yukarıda da belirtildiği gibi halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, katılma belgesi sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inanca mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarından ve altın ile kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmektir²⁴⁴.

Alım-Satım Talimatları: Yatırımcıların İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12.30'a kadar verdikleri katılma belgesi alım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12:30'dan sonra iletilen talimatlar ilk pay fiyatı hesaplamasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono

²⁴³ Garanti Bankası A.Ş B Tipi Altın Fonu, 2009, http://download.garanti.com.tr/yatirim_fonlari/ictuzuk/b_altin.pdf (10.10.2009), s. 1.

²⁴⁴ Garanti Bankası A.Ş B Tipi Altın Fonu, 2009, http://download.garanti.com.tr/yatirim_fonlari/ictuzuk/b_altin.pdf (10.10.2009), s. 1.

Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir²⁴⁵.

Tablo 3.23
Garanti Bankası B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ		
	<i>(16.10.2009 İtibariyle)</i>	
Halka Arz Tarihi	07.01.2005	
Fon Toplam Değeri	83.865.764,68	
Yatırımcı Sayısı	8.898	
Birim Pay Değeri	0,018598	
PORTFÖY DAĞILIMI		
Kıymetli Maden	99.65	
Ters Repo	0.35	
Toplam (%)	100.00	
KURUCUNUN ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı / Unvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Doğuş Holding Anonim Şirketi	559,900,355.36	26.6619
Doğuş Araştırma Geliştirme ve Müşavirlik Hizmetleri A.Ş.	79,777,118.56	3.7989
Doğuş Nakliyat ve Ticaret Anonim Şirketi	1,154,998.79	0.0550
Doğuş Grubu Toplam	640,832,472.71	30.5158
GE Araştırma ve Müşavirlik Ltd Şti	437,856,249.49	20.8503
Diğer Ortaklar	1,021,311,277.80	48.6339
Toplam	2,100,000,000.00	100,00

Kaynak : Garanti Bankası B tipi Altın Fonu, <http://www.garanti.com.tr/yatirim/yf/f12.html> (13.01.2010), s.1

²⁴⁵ Garanti Bankası A.Ş B Tipi Altın Fonu, 2009, <http://www.garanti.com.tr/yatirim/yf/f12.html> (10.10.2009), s. 1.

Garanti Bankası A.Ş B Tipi Altın Fonu 4 yıllık bir geçmişe sahip olmakla birlikte 8.166 yatırımcı sayısı ve 85.581.007 TL'lik fon toplam değeri ile B Tipi Altın Fonları arasında önemli bir yere sahiptir. Fonun portföy dağılımının %95,06'sını kıymetli madenler oluşturmaktadır. Geriye kalan %4,94'lük kısım ise ters repoya ayrılmıştır. Fonun kurucu ortaklarına bakılacak olursa Doğu Grubunun %30'luk bir paya sahip olduğu görülmektedir.

GARANTİ BANKASI A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU

30 HAZİRAN 2009 TARİHİ İTİBARIYLA BİLANÇO

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Tablo 3.24

Garanti Bankası B Tipi Altın Fonu Bilançosu

	30 HAZİRAN 2009	30 HAZİRAN 2008
Varlıklar		
I- Hazır değerler	282.692	1.774.211
A. Kasa	----	----
B. Bankalar	282.692	----
C. Diğer hazır değerler	----	1.774.211
II- Menkul kıymetler	74.476.152	36.107.249
A. Hisse senetleri	----	----
B. Özel kesim borçlanma senetleri	----	----
C. Kamu kesimi borçlanma senetleri	----	----
D. Diğer menkul kıymetler	48.796.381	36.107.249
III- Alacaklar	----	----
IV- Diğer varlıklar	----	----
Varlıklar toplamı	74.758.844	37.881.460
Borçlar		
V- Borçlar		
A. Banka avansları	----	----
B. Banka kredileri	----	----
C. Fon yönetim ücreti	----	----
D. Denetim ücreti	----	----
E. Diğer Borçlar	124.256	60.651
Borçlar toplamı	124.256	60.651
Net varlıklar toplamı	74.634.588	37.820.809
VI- Fon toplam değeri		
A. Katılma belgeleri	69.705.619	35.937.395
B. Katılma belgeleri değer artış/azalışı	1.400.890	436.673
C. Fon gelir gider farkı	3.528.079	1.446.741
- Cari yıl fon gelir gider farkı	1.303.255	870.480
- Geçmiş yıllar fon gelir gider farkı	2.224.824	576.261
Fon toplam değeri	74.634.588	37.820.809

Kaynak : Garanti Bankası B Tipi Altın Fonu, http://download.garanti.com.tr/yatirim_fonlari/mali_tablo
(14.01.2010), s.1

HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş B Tipi Altın Fonu

Fon Hakkında: HSBC YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. tarafından 3794 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'inci maddelerine dayanılarak ve bu içtüzük hükümlerine göre yönetilmek üzere halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, katılma belgesi sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarından ve altın ile diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla "HSBC YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU" kurulmuştur. Bu fon Sermaye Piyasası Kurulu'nun 05.04.2006 tarih ve 15-176 sayılı izni ile "HSBC YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. ORİON B TİPİ DEĞİŞKEN FONU" na dönüştürülmüştür.

Söz konusu fon Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alınan 08.05.2009 tarih ve 15-368 sayılı izni ile "HSBC YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU"NA dönüştürülmüştür²⁴⁶.

Amacı: Altın ve altına dayalı yatırım araçlarına yatırım yapan bir fondur. Altın fiyatlarına paralel bir getiri elde etmek isteyen ve bu fiyatlardaki değişimlere paralel olarak getiride dalgalanmayı kabul edebilecek yatırımcılarımız için uygun bir yatırım aracıdır.

Fon getirisinin altın fiyatlarındaki gelişmelere paralel olarak hareket etmesi amaçlanmaktadır. Tebliğ'in 5.maddesi uyarınca, fon portföyünün en az % 51'i devamlı olarak Altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılır. Fonun gelecekte altın fiyatlarının hareketleriyle yüksek korelasyona sahip getiriler elde etmesi hedeflenmektedir. Normal koşullarda ağırlıklı olarak altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföy dağılımı ile hedefine ulaşmaya çalışır²⁴⁷.

Alım-Satım Talimatları: Yatırımcıların İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 13.30'a kadar verdikleri katılma belgesi alım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı

²⁴⁶ Garanti Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu, 2009, <http://www.garanti.com.tr/yatirim/yf/f12.html> (10.10.2009), s.1

²⁴⁷ Hsbc Menkul Değerler B Tipi Altın Fonu, 2009, http://www.hsbc.com.tr/yatirim/yatirim_fonlari/_pdf/Fonun_Amaci_HBF.pdf (10.10.2009), s.1

üzerinden yerine getirilir. İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 13:30'dan sonra iletilen talimatlar ilk pay fiyatı hesaplamasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir. Yatırımcı portföylerinin asgari pay büyüklüğü 1 paydır. Alım işlemlerinde talimatlar 1 pay ve katları şeklinde verilebilir²⁴⁸.

Tablo 3.25
Hsbc Bank B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ		
	<i>18.01.2010 Tarihi İtibarıyla</i>	
Halka Arz Tarihi	14.10.1997 - 15.01.1998	
Fon Toplam Değeri	49.945.685,57	
Yatırımcı Sayısı	4.323	
Birim Pay Değeri	0,567916	
PORTFÖY DAĞILIMI		
Diğer	98,53	
Ters Repo	1,46	
Hazine Bonosu	0,01	
Toplam (%)	100,00	
KURUCUNUN ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı / Unvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
HSBC Bank A.Ş.	6.990.645,76	99,86
Toplam	7.000.000,00	100,00

Kaynak: Hsbc Bank B Tipi Altın Fonu, http://www.hsbc.com.tr/tr/yatirim/yatirim_fonlari/ksb.asp?F=3
(13.01.2010), s.1

²⁴⁸ Hsbc Menkul Değerler B Tipi Altın Fonu, 2009,
http://www.hsbc.com.tr/tr/yatirim/yatirim_fonlari/_pdf/Fonun_Amaci_HBF.pdf (10.10.2009), s.1

HSBC Yatırım Menkul Değerler B tipi Altın Fonu 4.366 yatırımcı ile Türkiye'deki kıymetli madenlere dayalı yatırım fonları arasında en düşük yatırımcı sayısına sahiptir. Fon toplam değeri 48.538.218 TL olup, HSBC Bank A.Ş kuruculuğuyla gerçekleştirilen bir fondur.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş B Tipi Altın Fonu

Fon Hakkında: Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'nci maddelerine dayanılarak, 05.11.2008 tarihinde İstanbul ili Ticaret Sicili Memurluğuna 359210 sicil numarası altında kaydedilerek 10/11/2008 tarih ve 7185 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilen fon içtüzüğü hükümlerine göre yönetilmek üzere, halktan katılma payları karşılığında toplanacak paralarla, katılma payı sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inanca mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, altın ve kıymetli madenler ile bunlara dayalı araçlardan oluşan portföyü işletmek amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28.10.2008 tarih ve B.02.1.SPK.0.15-1037 sayılı izni ile kurulmuştur²⁴⁹.

Amacı: Fon portföyündeki varlıklar Sermaye Piyasası Kurulunun düzenlemelerine ve fon içtüzüğüne uygun olarak seçilir ve fon portföyü yönetici tarafından içtüzüğün 5. md. ve Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: VII, No:10 Sayılı Tebliğinin 41. md. ne uygun olarak yönetilir. Fon portföyüne yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde, nakde dönüşümü kolay ve riski az olanlar tercih edilir. Tebliğin 5. maddesi uyarınca fon portföyünün en az %51'i devamlı olarak altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılır. Altın başta olmak üzere kıymetli madenlere dayalı yatırımlar ile istikrarlı ve sürekli gelir sağlanması hedeflenmektedir²⁵⁰.

Alım-Satım Talimatları: Yatırımcıların İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın acık olduğu günlerde saat 13:40'a kadar verdikleri katılma payı alım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. Yatırımcıların İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın acık olduğu günlerde saat 13:40'dan sonra iletilen talimatlar ilk pay

²⁴⁹ Şeker Yatırım Menkul Değerler B Tipi Altın Fonu, 2009, http://www.sekeryatirim.com/Dosyalar/Fon/Şeker_Yatırım_B_Tipi_Altın_Fonu_Izahname.pdf (10.10.2009), s. 1.

²⁵⁰ Şeker Yatırım Menkul Değerler B Tipi Altın Fonu, 2009, <http://www.sekeryatirim.com/popup/SurekliBilgilendirmeFormu.aspx?Tip=5> (12.10.2009), s. 1.

fiyatı hesaplamasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İstanbul Altın Borsası ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir²⁵¹.

Tablo 3.26
Şeker Yatırım B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ		
	<i>22.10.2009 Tarihi İtibarıyla</i>	
Halka Arz Tarihi	07.04.2009	
Fon Toplam Değeri	2.051.111,37	
Yatırımcı Sayısı	146	
Birim Pay Değeri	0.01091	
PORTFÖY DAĞILIMI		
Altın	98.49	
Ters Repo	1.51	
Toplam (%)	100.00	
KURUCUNUN ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı / Unvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Şekerbank T.A.Ş.	14.855.995	99.04
Diğer	144,005	0.96
Toplam	14.855.995	100,00

Kaynak : Şeker Yatırım Menkul Değerler B Tipi Altın Fonu,
<http://www.sekeryatirim.com/popup/SurekliBilgilendirmeFormu.aspx?Tip=5> (13.01.2010), s.1

²⁵¹ Şeker Yatırım Menkul Değerler B Tipi Altın Fonu , 2009,
http://www.sekeryatirim.com/Dosyalar/Fon/Şeker_Yatırım_B_Tipi_Altın_Fonu_Izahname.pdf (12.10.2009), s.1

Şeker Yatırım Menkul Değerler B Tipi Altın fonu halka arz tarihi açısından oldukça yeni bir fon olup, 07.04.2009 tarihinde halka arz edilmiştir. 152 yatırımcıya sahip olan Şeker Yatırım B Tipi Altın Fonu 2.304.563 TL'lik bir toplam değere sahiptir. Fonun portföy dağılımı incelendiğinde %90.15'lik kısmın altından oluştuğu, %9.85'lik bölümün ise ters repoya ayrıldığı görülmektedir. Şeker Yatırım Menkul Değerler B Tipi Altın Fonu ters repoya ayırdığı yüzde ile diğer yatırım fonlarına oranla en yüksek ters repoya sahip yatırım fonu olarak dikkat çekmektedir.

Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu

Fon Hakkında: Türk Ekonomi Bankası A.Ş. tarafından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'nci maddelerine dayanılarak, 28.11.2006 tarihinde İstanbul ili Ticaret Sicili Memurluğuna 189356-136872 sicil numarası altında kaydedilerek 01.12.2006 tarih ve 6695 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilen fon içtüzüğü hükümlerine göre yönetilmek üzere, halktan katılma payları karşılığında toplanacak paralarla, katılma payı sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inanca mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarından ve altın ve kıymetli madenler ile bunlara dayalı araçlardan oluşan portföyü işletmek amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.11.2006 tarih ve B.02.1.SPK.0.15-737 sayılı izni ile kurulmuştur²⁵².

Amacı: Fon, portföyünün %51'ini devamlı olarak altın ve altına dayalı finansal araçlar ile değerlendirilecektir. Altın getirisinden yararlanmanın yanı sıra, sabit getirili menkul kıymetler ve ters repo işlemleriyle de piyasalardaki fırsatlardan yararlanarak, orta ve uzun vadede istikrarlı bir getiri sağlamayı hedefleyecektir²⁵³.

Alım-Satım Talimatları: Yatırımcıların İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 13:15'e kadar verdikleri katılma payı alım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 13:15'den sonra iletilen talimatlar ilk pay fiyatı hesaplamasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve

²⁵² TEB A.Ş. B Tipi Altın Fonu İçtüzüğü, 2009, <http://www.tebyatirim.com.tr/pdf/5111920071002.pdf> (12.10.2009), s. 1.

²⁵³ TEB A.Ş. B Tipi Altın Fonu, 2009, <http://www.tebyatirim.com.tr/fonbilgi.asp?prm=15> (12.10.2009), s. 1.

izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir²⁵⁴.

Tablo 3.27
TEB B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ		
	<i>18.01.2010 Tarihi İtibarıyla</i>	
Halka Arz Tarihi	02.10.2007	
Fon Toplam Değeri	12,241,708,08	
Yatırımcı Sayısı	2,129	
Birim Pay Değeri	0.016045	
PORTFÖY DAĞILIMI		
Altın	99,68	
Ters Repo	0.32	
Toplam (%)	100.00	
KURUCUNUN ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı / Unvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
TEB Mali Yatırımlar A.Ş.	636,119,300.82	84.25
Diğer Ortaklar	118,880,699.18	15.75
Toplam	755,000,000.00	100,00

Kaynak : TEB A.Ş. B Tipi Altın Fonu, <http://www.tebyatirim.com.tr/fonbilgi.asp?prm=15> (12.10.2009), s.1

Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonuna ilişkin bilgilere bakıldığında 2 yıllık bir geçmişe sahip bir fon olduğu göze çarpmaktadır. 1.643 yatırımcıya sahip fonun toplam değeri 5,698,349.99 TL'dir. TEB A.Ş. B Tipi Yatırım Fonunun portföy

²⁵⁴ TEB A.Ş. B Tipi Altın İçtüzüğü, 2009, <http://www.tebyatirim.com.tr/pdf/5111920071002.pdf> (12.10.2009), s. 1.

dağılımına bakıldığında fonun %99.3'lük bir kısmının altından oluştuğu, geriye kalan %0.7'lik bölümün ise ters repoya ayrıldığı görülmektedir. Ayrıca fonun kurucu ortaklarını %84.25'i TEB Mali Yatırımlar A.Ş ve %15.75'i diğer ortaklar oluşturmaktadır.

TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU

30 HAZİRAN 2009 TARİHİ İTİBARIYLA BİLANÇO

Tablo 3.28
TEB B Tipi Altın Fonu Bilançosu

	30 HAZİRAN 2009	30 HAZİRAN 2008
Varlıklar		
I- Hazır değerler	2,137	----
A. Kasa	----	----
B. Bankalar	2,137	646
C. Diğer hazır değerler	----	----
II- Menkul kıymetler	220,678	113,563
A. Hisse senetleri	56,914	35,562
B. Özel kesim borçlanma senetleri	----	----
C. Kamu kesimi borçlanma senetleri	25,006	5,002
D. Diğer menkul kıymetler	138,758	72,999
III- Alacaklar	----	----
IV- Diğer varlıklar	----	----
Varlıklar toplamı	242,975	114,209
Borçlar		
V- Borçlar		
A. Banka avansları	----	----
B. Banka kredileri	----	----
C. Fon yönetim ücreti	----	----
D. Denetim ücreti	----	----
E. Diğer Borçlar	6,764	2,464
Borçlar toplamı	6,764	2,464
Net varlıklar toplamı	236,211	111,745
VI- Fon toplam değeri		
A. Katılma belgeleri	131,158	35,001
B. Katılma belgeleri değer artışı/azalışı	2,759	17,086
C. Fon gelir gider farkı	102,294	59,658
- Cari yıl fon gelir gider farkı	37,019	17,849
- Geçmiş yıllar fon gelir gider farkı	65,275	77,507
Fon toplam değeri	236,211	111,745

Kaynak : TEB B Tipi Altın Fonu, <http://www.tebyatirim.com.tr/pdf/5111620090825.pdf> (15.01.2010), s.1

Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O B Tipi Altın Fonu

Fon Hakkında: Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'nci maddelerine dayanılarak, 22/02/2005 tarihinde Ankara ili Ticaret Sicili Memurluğuna 5108 sicil numarası altında kaydedilerek 25/02/2005 tarih ve 6248 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilen fon içtüzüğü hükümlerine göre yönetilmek üzere, halktan katılma payları karşılığında toplanacak paralarla, katılma payı sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inanlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarından, altın ve kıymetli madenler ile bunlara dayalı araçlardan oluşan portföyü işletmek amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun 15/02/2005 tarih ve B.02.1.SPK.0.15/98 sayılı izni ile kurulan ve yine Sermaye Piyasası Kurulu'nun **25/05/2009** tarih ve **B.02.1.SPK.0.15/429** sayılı izni ile **Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. B Tipi Altın Fonu**'na dönüştürülmüştür²⁵⁵.

Amacı: Fon'un hedefi, altın başta olmak üzere kıymetli madenlere dayalı yatırımlar ile gelecekte istikrarlı ve sürekli gelir akımlarının yaratılmasıdır. Altın getirisinden yararlanmanın yanı sıra, sabit getirili menkul kıymetler ve ters repo işlemleriyle de piyasalardaki fırsatlardan yararlanarak, orta ve uzun vadede istikrarlı bir getiri sağlamayı hedeflemektedir²⁵⁶.

²⁵⁵ Vakıfbank B Tipi Altın Fonu, 2009,

http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/yatirim_fonu_izahnamesi/yf10izh.pdf (12.10.2009), s. 1.

²⁵⁶ Vakıfbank B Tipi Altın Fonu Bilgilendirme Formu, 2009, <http://www.vakifbank.com.tr/b-tipi-altin-fon.aspx> (12.10.2009), s. 1.

Tablo 3.29
Vakıflar Bankası B Tipi Altın Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ		
	<i>18.01.2010 Tarihi İtibarıyla</i>	
Halka Arz Tarihi	22.03.1990	
Fon Toplam Değeri	3.844,971,59	
Yatırımcı Sayısı	330	
Birim Pay Değeri	0,016301	
PORTFÖY DAĞILIMI		
Eurobond	79,98	
Ters Repo	2,02	
Toplam (%)	100.00	
KURUCUNUN ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı / Unvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Vakıflar Genel Müdürlüğü	1.075.058.639,56	43,00
VakıfBank Memur ve Emek. Vakfı	402.552.666,42	16,1
Diğer	3.179.731.29	0.13
Halka Açık	629.620.808.86	25.18
Toplam	2.500.000.000	100,00

Kaynak: Vakıflar Bankası B Tipi Altın Fonu, <http://www.vakifbank.com.tr/b-tipi-altin-fon.aspx> (15.01.2010), s.1

Vakıfbank A.Ş B Tipi Altın Fonu 19 yıllık bir geçmişe sahiptir. Bu kadar eski olmasına rağmen diğer kıymetli madenler yatırım fonlarına oranla yatırımcı sayısı oldukça düşüktür. Fon toplam değeri 3.867.943 TL olan fonun portföy dağılımına bakıldığında %79,9'unun Eurobond, %2,10'unun ise ters repoya ayrıldığı görülmektedir. %25'i halka açık olan bu fonun kurucu ortakları Vakıflar Genel Müdürlüğü ve VakıfBank Memur ve Emekli Vakfıdır.

VAKIFLAR BANKASI A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU

30 HAZİRAN 2009 TARİHİ İTİBARIYLA BİLANÇO

Tablo 3.30

Vakıflar Bankası B Tipi Altın Fonu Bilançosu

	30 HAZİRAN 2009	30 HAZİRAN 2008
Varlıklar		
I- Hazır değerler	1,356	607
A. Kasa	----	----
B. Bankalar	1,356	607
C. Diğer hazır değerler	----	----
II- Menkul kıymetler	5.219.288	3.227.649
A. Hisse senetleri	----	----
B. Özel kesim borçlanma senetleri	----	----
C. Kamu kesimi borçlanma senetleri	39,009	16,008
D. Diğer menkul kıymetler	5.180.279	3.211.641
III- Alacaklar	----	----
IV- Diğer varlıklar	----	----
Varlıklar toplamı	5.220.644	3.228.256
Borçlar		
V- Borçlar	11,487	9,860
A. Banka avansları	----	----
B. Banka kredileri	----	----
C. Fon yönetim ücreti	9,211	3,437
D. Denetim ücreti	----	1,402
E. Diğer Borçlar	2,276	5,021
Borçlar toplamı	11,487	9,860
Net varlıklar toplamı	5.209.157	3.218.396
VI- Fon toplam değeri		
A. Katılma belgeleri	5.151.746	3.201.247
B. Katılma belgeleri değer artışı/azalışı	165,938	9,496
C. Fon gelir gider farkı	223,349	7,653
- Cari yıl fon gelir gider farkı	112,534	9,096
- Geçmiş yıllar fon gelir gider farkı	110,815	1,443
Fon toplam değeri	5.209.157	3.218.396

Kaynak : Vakıflar Bankası B Tipi Altın Fonu,

http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/yatirim_fonlari_mali_tablolar/yf10yillik.pdf (16.01.2010), s.5

İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu

Fon Hakkında: Finansbank A.Ş. tarafından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'nci maddelerine dayanılarak, 18/07/2006 tarihinde İstanbul ili Ticaret Sicili Memurluğuna 237525-185092 sicil numarası altında kaydedilerek 21/07/2006 tarih ve 6604 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilen fon içtüzüğü hükümlerine göre yönetilmek üzere; katılma payları borsa pazarında işlem gören, fonun oluşturulma sürecine doğrudan katılan yetkilendirilmiş katılımcıların fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, portföyde yer alan altın ve nakdi bir araya getirerek karşılığında fon katılma payı alabildiği ya da söz konusu kurumların en az asgari işlem birimine tekabül eden fon katılma paylarını saklamacı kuruluşa iade edip karşılığında fonun içindeki altın ve nakdin payına düşen kısmını alabildiği, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/07/2006 tarih ve B.02.11SPK.0.15-407 sayılı izni ile kurulmuştur²⁵⁷.

Amacı: FİNANSBANK A.Ş. tarafından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'inci maddelerine dayanılarak ve bu içtüzük hükümlerine göre yönetilmek üzere. "İSTANBUL GOLD B TİPİ ALTIN BORSA YATIRIM FONU" kurulmuştur. Fon, katılma payları borsada işlem gören, fonun oluşturulma sürecine doğrudan katılan yetkilendirilmiş katılımcıların fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, portföyde yer alan altın ve nakdi bir araya getirerek karşılığında fon katılma payı alabildiği ya da söz konusu kurumların en az asgari işlem birimine tekabül eden fon katılma paylarını saklamacı kuruluşa iade edip karşılığında fonun içindeki altından payına düşen kısmını alabildiği, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan bir malvarlığıdır²⁵⁸.

²⁵⁷ Finansbank A.Ş. B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu İzahnamesi, 2009, http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/izahname_gold.pdf (12.10.2009), s. 1.

²⁵⁸ Finansbank A.Ş. B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu İçtüzüğü, 2009, http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/ictuzuk_gold.pdf (12.10.2009), s. 1.

Tablo 3.31
Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonu Portföy Bilgileri

PORTFÖY BİLGİLERİ		
	<i>18.01.2010 Tarihi İtibarıyla</i>	
Halka Arz Tarihi	21.09.2006	
Fon Toplam Değeri	76.743.540	
Yatırımcı Sayısı	0	
Birim Pay Değeri	51.16.23.61	
PORTFÖY DAĞILIMI		
Kıymetli Madenler	100	
Toplam (%)	100,00	
KURUCUNUN ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı / Unvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
NATIONAL BANK OF GREECE	1.158.233.106,310	77,22
NBG FINANCE (DOLLAR) PLC	145.190.819,300	9,68
NBGI HOLDİNGS B.V	118.499.992,100	7,90
INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION(IFC)	74.999.995,000	5,00
DİĞER	3.076.087,290	0,20
Toplam	1.500.000.000	100,00

Kaynak: Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonu, <http://www.hissefinans.com/fb/f.asp?FonID=25> (18.11.2009), s.1

Finansbank A.Ş B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu 3 yıllık bir geçmişe sahiptir. Türkiye’de işlem gören diğer kıymetli madenlere dayalı yatırım fonlarında farklı bir işleyişi olan bu fon “Borsa Yatırım Fonu” olarak adlandırılmaktadır. Borsa yatırım fonları (ETF) piyasada hisse senedi gibi alınıp satılabilen fonlardır. ETF’ler diğer yatırım fonları gibi fon içtüzüğünde belirtilen yatırım araçlarına belirli oranlarda yatırım yaparlar. Diğer taraftan fon içindeki yatırım araçlarının oranları önceden haber verilmeden değiştirilemez. Diğer bir deyiş ile ETF fonu bir fon yöneticisi tarafından yönetilmez. B tipi fonlar ise fon yöneticileri tarafından aktif olarak yönetilen fonlardır.

Örnek olarak ekonomik krizin olduğu bir dönemde B tipi tahvil bono yatırım fonu yöneticisi repo ve risksiz yatırım aracı oranını maksimum düzeye çıkararak fiyatlardaki dalgalanmadan korunmaya çalışabilir. Aynı durumda tahvil ve bonoya yatırım yapan bir borsa yatırım fonu (ETF) ise fon içtüzüğünde belirlenen tarihten önce yatırım araçları içinde herhangi bir dengeleme yapmaya yetkili değildir²⁵⁹.

Finansbank A.Ş B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu toplam değeri 73.392.520 TL'dir ve tamamı kıymetli madenlere dayalıdır. Fonun kurucu ortakları ise yabancı ortaklardan oluşmaktadır. Ortaklığın %95 gibi büyük bir kısmı National Bank of Greece (NBG) ve kendisine bağlı kuruluşlarına aittir. Toplam değer olarak bakıldığında 1.500.000.000 TL'lik bir değere sahip olması Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonuna Türkiye'deki diğer yatırım fonlarında ayrı bir özellik kazandırmaktadır. Bu toplam değer yüksek olmasında yukarıda da belirtildiği gibi borsada işlem görmesi de etkilidir.

²⁵⁹ HSBC Bank, (hsbceposta@hsbc.com.tr), Türkiye'deki Kıymetli Madenlere Dayalı Fonlar.

Tablo 3.32
Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonu Bilançosu

	30 HAZİRAN 2009	30 HAZİRAN 2008
Varlıklar		
I- Hazır değerler	733.364	325.966
A. Kasa	----	----
B. Bankalar	----	----
C. Diğer hazır değerler	733.364	325.966
II- Menkul kıymetler	66.550.187	46.680.685
A. Hisse senetleri	----	----
B. Özel kesim borçlanma senetleri	----	----
C. Kamu kesimi borçlanma senetleri	----	----
D. Diğer menkul kıymetler	66.550.187	46.680.685
III- Alacaklar	----	----
IV- Diğer varlıklar	----	----
Varlıklar toplamı	67.283.551	47.006.651
Borçlar		
V- Borçlar	40.145	993.981
A. Banka avansları	----	----
B. Banka kredileri	----	----
C. Fon yönetim ücreti	26.932	17.449
D. Vergi Karşılığı	----	970.193
E. Diğer Borçlar	13.213	6.339
Borçlar toplamı	40.145	993.981
Net varlıklar toplamı	67.243.406	46.012.670
VI- Fon toplam değeri		
A. Katılma belgeleri	65.155.042	37.788.545
B. Katılma belgeleri değer artış/azalışı	19.783.567	8.871.573
C. Fon gelir gider farkı	17.695.203	647.448
- Cari yıl fon gelir gider farkı	61.784	3.520
- Geçmiş yıllar fon gelir gider farkı	17.756.987	643.928
Fon toplam değeri	67.243.406	46.012.670

Kaynak: Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonu,
http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/malitable_GOLDIST.pdf (16.01.2010), s.4

Kıymetli Maden İçeren Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması

Bu bölümde Türkiye'deki kıymetli madenlere dayalı yatırım fonlarına ilişkin bilgiler bir arada kullanılarak karşılaştırmalar ve Türkiye'deki kıymetli madenlere dayalı yatırım fonlarının toplam değeri ve toplam yatırımcı sayısına ilişkin sonuçlar çıkarılmıştır.

Tablo 3.33

Türkiye'deki B Tipi ve B.Y.F. Karşılaştırması

YATIRIM FONUNUN ADI	HALKA ARZ TARİHİ	TOPLAM DEĞERİ 18.10.2009	YATIRIMCI SAYISI 18.10.2009	TOPLAM DEĞERİ 23.01.2010	YATIRIMCI SAYISI 23.01.2010
Akbank B Tipi Altın Fonu	06.11.2006	63.381.132	5020	72.648.979	5504
Garanti Bankası A.Ş B Tipi Altın Fonu	07.01.2005	68.041.325	8166	83.865.764	8898
HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş B Tipi Altın Fonu	14.10.1997	15.036.537	1252	46.945.685	4323
Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş B Tipi Altın Fonu	07.04.2009	1.923.600	136	2.051.111	146
Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu	02.10.2007	5.698.349	1643	12.241.708.08	2129
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O B Tipi Altın Fonu	22.03.1990	3.190.855	252	3.844.971.59	330
İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu	21.09.2006	73.392.520	0	76.743.540	0
Toplam	-----	230.664.318	14.828	297.741.758	21.330

Türkiye'deki kıymetli madenlere dayalı yatırım fonlarından en eskisi Vakıflar Bankasına ait olan Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O B Tipi Altın Fonu'dur. Buna karşın yatırım sayısına göre sıralama yapıldığında en az yatırımcıya sahip bankalardandır.

Yatırım fonu toplam değerine bakıldığında ilk üç sırayı Finansbank, Akbank ve Garanti Bankasına ait yatırım fonları almaktadır. Bu üç fonun toplam değerleri ile diğer bankaların yatırım fonlarının toplam değerleri arasında çok büyük farklar olduğu görülmektedir. Garanti bankasına ait yatırım fonunun toplam değeri diğer fonlardan daha yüksektir. Daha önceki bölümde belirtildiği gibi Finansbank'a ait yatırım fonu diğer tüm fonlardan farklı bir işleyişe sahiptir ve "Borsa Yatırım Fonu" niteliğindedir. Yatırımcı sayılarına bakıldığında ise kıymetli madenlere dayalı yatırım fonlarına yatırım yapan yatırımcıların daha çok Garanti Bankasını tercih ettikleri görülmektedir. Garanti Bankası'na ait yatırım fonu 8.898 yatırımcı ile en fazla yatırımcıyı barındıran fondur. Türkiye'de yer alan kıymetli madenlere dayalı yatırım fonlarına ilişkin toplam rakamlara bakıldığında toplam değer 297.741.758 TL ve toplam yatırımcı sayısının ise 21.330 olduğu görülmektedir. Tabloda görüldüğü üzere üç ay süresince fon tutarları toplamı %29.08, yatırımcı sayısı %43.85'lik artış göstermiştir. Yatırımcı sayısının fon tutarından daha hızlı artış göstermesini küçük yatırımcıların bu süre içerisinde altın içeren yatırım fonlarına daha fazla ilgi duymasıyla açıklayabiliriz.

3.5 Dünya Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden Bonoları

Yaygın olarak Kanada, ABD ve Güney Afrika gibi ülkelerde uygulanan, Türkiye'de henüz kullanılmayan bir mali araçtır. Daha çok, nakit girişleri altın fiyatları ile ilişkili olan madencilik ve rafineri şirketlerince kullanılan bir finansman yöntemidir. Uygulamada, ihraççı kuruluş, vade bitiminde öngörülen anapara ve faiz karşılığı altın vermeyi taahhüt etmektedir.

Yurtdışı uygulamalardan da anlaşılacağı üzere; bilanço hareketleri altınla yakından ilişkili olan şirketlere, bünye dışı bir finansman kaynağı olarak altın fiyatlarına endeksli tahvil çıkarabilmektedir. Belli bir büyüklüğe ve kurumsal yapıya sahip olan kuyumculuk firmaları için uygun bir borçlanma aracı olabilecek niteliktedir. Bu mali araçla altın cinsinden sabit getiri elde etmek isteyen tasarruf sahipleri de mali sisteme çekilebilecektir²⁶⁰.

²⁶⁰ İAB Başkanlığından 04.01.2010 tarihinde gönderilen bilgi edinme formuna gelen e-posta.

3.6 Türkiye Sermaye Piyasalarında Kıymetli Maden Bonoları

Ülkemizde kıymetli maden bonolarına ilişkin ilk hukuki düzenleme 2001 yılında gerçekleştirilmiştir. 26.12.2001 tarihli ve 24622 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: III, No: 26 sayılı altın,gümüş ve platin bonolarının kurul kaydına alınmasına ilişkin esaslar hakkında tebliğ, 21.01.2009 tarihli ve 27117 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: II, No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır. Seri: II No.22 sayılı tebliğ ile İAB üyesi bankalar ve kıymetli madenler aracı kurumlarına altın, gümüş ve platin cinsinden bono çıkartma yetkisi verilmiştir. Fakat borçlanma ve yatırım aracı olarak yazımız tarihine kadar İAB üyesi bankalar ve kıymetli maden aracı kurumları tarafından altın, gümüş ve platin bonosu ihracı gerçekleşmemiştir. Altın, gümüş ve platin bonolarının ihracı ve her türlü menkul kıymet ihracına ilişkin düzenlemeler bilindiği üzere Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılmaktadır. SPK’nın aylık olarak yayınladığı istatistiklere bakıldığında, her tür yatırım fonu ve hisse senedi haricinde, 1986 yılından bu yana az sayıda ve düşük miktarda tahvil ve bono ihracı yapıldığı ve bunlar arasında da kıymetli maden cinsinden ihracın gerçekleşmediği görülmektedir²⁶¹.

İAB üyelerinin ihraç edebileceği bonolar karşılığında elde edecekleri fonların alternatif piyasalarda değerlendirilmesi, finansal kaynak yaratılmasına olanak sağlayacaktır. Bununla birlikte kıymetli madenlere dayalı enstrümanlara yatırım yapılması altın sektöründe kurumsallaşmayı ve sermaye piyasalarına katılımı da beraberinde getirecektir. Kısacası kıymetli maden bonolarının işlerlik kazanması ile kıymetli madenlere dayalı fon transferi mekanizmalarını oluşacaktır. Yapılan düzenlemeye göre kıymetli maden bonolarının İAB üyesi bankalar tarafından ihraç edilmesi, ikincil piyasa işlemlerinin Borsa bünyesinde gerçekleştirilmesi ve kural olarak bonoların ihracının ve itfasının altın cinsinden olması planlanmaktadır. Altın ve gümüş bonoları, kuyumculuk sektörünün finansman ihtiyacını da karşılayacaktır. Kıymetli

²⁶¹ Nedim Şener ve Vedat Akman, **Altın**, İstanbul: Dünya Yayınları, 1994, s. 93.

madenlerin menkul kıymetleştirilmesi anlamında Türkiye’de bir ilki gerçekleştirmeye yönelik bir adım olmuştur²⁶².

3.7 Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları

3.7.1 Dünya Sermaye Piyasalarında Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları

Bireyi belirli bir varlığı belirli bir fiyatla belirli bir günde almaya veya satmaya zorunlu kılan sözleşmelerdir. Örneğin bir bireyin üç ay sonra belirli bir günde 100 ton A malını tonu 250.000 TL’den satma vaadi ile bir vadeli işlem kontratı düzenlediğini düşünelim. Malın teslim tarihi geldiğinde, kontratı düzenlemiş olan birey, o gün malın Pazar fiyatı ne olursa olsun, o malı elinde kontrat bulunan alıcıya önceden belirlenmiş fiyatla teslim etmek zorundadır²⁶³.

ABD’de bir yatırımcı vadeli işlem kontratını satın alma ve satma taahhüdü çıkararak borsada işlem görmesini sağlamak maksadı ile Vadeli İşlem Komisyoncusuna emir verir. Komisyoncu borsada emri uygulamaya koyar ve bu aracılık sebebiyle belirli bir ücret alır. Vadeli işlem kontratı işlem göreceği Vadeli İşlem Borsası tarafından standart olarak hazırlanır. Kontrat borsa tarafından belirlenmiş tüm koşulları içerir²⁶⁴.

Vadeli işlem kontratlarının alım ve satımına aracılık eden “*Flor Broker*” olarak bilinen aracı kurum çalışanlarıdır. Vadeli işlem kontratının işleyişi şu şekilde olmaktadır: Borsalara bağlı veya bağımsız bir “*takas odası*” pazara çıkarılan kontratın hesabını tutar. Kontratı çıkaran taraf kontratın belirli bir yüzdesini takas odasına depozit olarak verir. Kontratı satın alan yatırımcıda aynı miktardaki nakdi takas odasına verir. Takas odasına hesaplar günlük olarak tutulur. Vadeli işlem hesapları günlük değişimler dikkate alınarak yeniden düzeltilir²⁶⁵.

²⁶² Çıtak, a.g.e., s. 94.

²⁶³ R. A. Hougén, **Modern Investment Theory**, Prentice Hall International Inc, 1998, s. 24.

²⁶⁴ G. J. Alexander, W. F. Sharpe and J. V. Bailey, **Fundamentals of Investments**, New Jersey: Prentice Hall, 1993, s. 759.

²⁶⁵ Cevat Sarıkamış, a.g.e., s. 77.

Günümüzde gelişmekte olan pek çok ülkede vadeli işlem piyasaları bulunmaktadır. Dünyadaki en aktif borsaları şu şekilde sıralayabiliriz²⁶⁶;

- New York Mercantile Exchange (NYMEX-COMEX),
- Chicago Board of Trade (CBOT),
- Chicago Mercantile Exchange (CME),
- London Financial Futures Exchange (LIFFE),
- European Exchange (EUREX),
- Tokyo Commodity Exchange (TOCOM),
- Korea Futures Exchange (KOFEX),
- Singapur Uluslararası Para Borsası (SIMEX)

Singapur Uluslararası Para Borsası 1984 yılında kurulmuştur. SIMEX Pasifik'te faiz oraları, hisse senedi endeksleri, enerji ve altın üzerine vadeli işlem kontratları sunan en önemli borsalardan biridir. Ayrıca SIMEX, Euroyen opsiyon kontratları üzerine de kurulan ilk borsadır. Aralık 1999 yılında SIMEX ile Singapur Menkul Kıymetler Borsaları tüzel kişiliklerini korumak kaydıyla, tek bir piyasa ortamı yaratmak amacıyla birleşmişlerdir. Bu birleşmeden sonra Singapur Borsası olarak bilinen yeni bir borsa ortaya çıkmıştır.

Brezilya Ticaret ve Mal Borsası Güney Amerika'da altın üzerine hem opsiyon hem de vadeli işlem kontratlarının işlem gördüğü bir piyasadır. Borsa'da ayrıca hazine bonoları, döviz ve mal üzerine de vadeli işlem kontratları satılmaktadır.

Amsterdam Opsiyon Borsası – AEX, 1978 yılında kurulmasına karşın 1982 yılından itibaren işlem hacminde çok hızlı bir gelişme yaşanmıştır. Borsa'da altın ve

²⁶⁶ Çıtak, a.g.e., s. 102-103.

gümüşe dayalı opsiyon sözleşmelerinin yanı sıra, endeks opsiyonları, Alman Hazine Bonoları Opsiyonları ve döviz opsiyonları işlem görmektedir.

Güney Afrika Vadeli İşlemler Borsası 1990 yılında faaliyete geçmiştir. Borsa'da başta altın endeksi olmak üzere, madencilik endeksi ve finansal endeksler üzerine düzenlenmiş bulunan vadeli işlem kontratları alınıp satılmaktadır. Güney Afrika'nın altın üretiminde dünyanın bir numarası olması ve altın madeni işleten şirketlerin hisse senetlerinin Güney Afrika Borsası'nda işlem görmesi maden endeksine dayalı vadeli sözleşmelere olan ilgiyi artırmıştır²⁶⁷.

Tablo 3.34

Dünyadaki Başlıca Vadeli İşlem Borsaları ve Kontrat Hacimleri

BORSA ADI	KONTRAT HACMİ
New York Commodity Exchange	100 ons
Chicago Board of Trade	100 ons
Chicago Board of Trade	32.15 ons
Mid America Commodity Exchange	33.2 ons
Chicago Mercantile Exchange	100 ons
Singapur International Monetary Exchange	100 ons
Sydney Futures Exchange	100 ons
Tokyo Commodity Exchange	32.15 ons
Bolsa Mercantile & Futures	8.4 ons
Winnipeg Commodity Exchange	10 ons

Kaynak: Commins, Kevin, *Gold Futures*, Irwin Professional Publishing, 1996, s.186

²⁶⁷ Çıtak, a.g.e., s. 102-103.

Tablo 3.35

Dünyadaki Başlıca Vadeli İşlem Borsaları Seans Saatleri

BORSA ADI	SEANS SAATLERİ
New York Commodity Exchange	8.20 – 14.30
Chicago Board of Trade	7.20 – 13.40 / 17.00 – 20.30
Mid America Commodity Exchange	7.20 – 13.40
Chicago Mercantile Exchange	7.20 – 15.00
Singapur International Monetary Exchange	9.20 – 17.30
Sydney Futures Exchange	8.30 – 16.00
Hong Kong Futures Exchange	9.00 – 12.00 / 14.00 – 17.30
Bolsa Mercantile & Futures	10.00 – 16.30

Kaynak: Commins, Kevin, *Gold Futures*, Irwin Professional Publishing, 1996, s.225

3.7.2 Türkiye Sermaye Piyasalarında Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları

Vadeli işlem, finansal ve gerçek varlıkların fiyat ve miktarlarının işlem anında sabitlenerek gelecek bir tarihte yükümlülüklerin gerçekleştirildiği işlemlerdir. Vadeli piyasalar, belli miktarda mal, döviz ve altının öncen belirlenen bir fiyattan, gelecekte teslim edileceğine dair alım satım sözleşmelerinin yapıldığı, bu sözleşmelerin el değiştirdiği, üyelik esasına göre çalışan borsalar anlamına gelmektedir²⁶⁸.

Vadeli işlem piyasaları ülke ekonomileri açısından aşağıdaki beş temel ekonomik işlevi yerine getirirler;

- Riskin transferi
- Gelecek fiyatların tahminini kolaylaştırma
- Sermaye oluşumunu kolaylaştırma
- Fiyat oluşum sürecini kolaylaştırma

²⁶⁸ Jeff Madura, *Financial Markets and Institutions*, Florida Atlantic University, 1989, s. 5.

- Karar vermek için bilgi kaynağı oluşturmaktır²⁶⁹.

İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçtan oluşan sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. Ödenmiş sermayesi 9 Milyon TL olan İzmir VOB'nın 11 ortalığı bulunmakta olup en büyük %25 ile Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'ne aittir. TOBB'den sonraki en yüksek pay %18 ile İMKB'ye ait olup İMKB'yi İzmir Ticaret Borsası %17 ile takip etmektedir. Gerçek kişilerin de ortak olabildiği borsanın ortaklık yapısı ve sermaye payları aşağıdaki tabloda yer almaktadır²⁷⁰.

Tablo 3.36
İzmir VOB Üye Kuruluşlar

HİSSEDARIN ADI	PAYI
Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği	%25
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	%18
İzmir Ticaret Borsası	%17
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş	%6
Akbank T.A.Ş	%6
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş	%6
Garanti Bankası T.A.Ş	%6
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş	%6
Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği	%6
İMKB Takas ve Saklama Bankası	%3
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş	%1

Kaynak: Ahmet Aksoy, **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007, s.227

²⁶⁹ M. Reymond, Leuthold John C. Jankus and Jean E. Cordier; **The Theory and Practice of Futures Markets**, Lexington Boks, 1989, s. 3.

²⁷⁰ Aksoy ve Tanrıöven, **a.g.e.**, s. 227.

“VOB-Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi” hem altın sektöründe faaliyet gösteren kurumlara, hem de elinde altını olan yatırımcılara altın fiyatlarındaki değişimlerden oluşacak risklerini etkin bir şekilde yönetme imkânı sunacaktır. Bu sözleşme bir korunma aracı olmakla beraber, aynı zamanda yatırımcılara altın fiyatlarındaki değişimlerden gelir elde etme imkânı da sunacaktır.

Eğer stokunuzdaki altını TL olarak iç piyasada vadeli satıyorsanız, “VOB-Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi” ile altın fiyatlarının yükselme riskine karşı korunabilir, maliyetinizi sabitleyerek müşterilerinize daha uzun vadeli fiyat verebilirsiniz. Diğer taraftan stokunuzda altın var ve altın fiyatlarının düşmesinden endişe ediyorsanız “VOB-Altın Vadeli İşlem Sözleşmesinde” satış yaparak fiyatların düşmesi riskine karşı korunabilirsiniz. Gelir elde etmek amacıyla yatırımlarını yönlendiren bireysel ve kurumsal yatırımcılar “VOB-Altın Vadeli İşlem Sözleşmesini” kullanarak altın kadar değerli yeni bir yatırım aracıyla tanışacaklar ve geleneksel yatırım araçlarının sunamadığı yeni fırsatlara kavuşacaklardır²⁷¹.

²⁷¹ *VOB Altın Sözleşmesi*, 2009, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=588> (14.10.2009), s. 1.

Tablo 3.37
VOB Vadeli Altın Sözleşmesi

Dayanak Varlık	995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altın
Sözleşme Büyüklüğü	100 gram 995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altın
Kotasyon Şekli	1 gram altının TL cinsinden değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir.
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % 10'u dur.
Minimum Fiyat Adımı	0.005 (Minimum fiyat adımının değeri 0.5 TL'ye karşılık gelir.)
Vade Ayları	Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarından en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür.)
Sözleşmenin Vadesi	Son işlem gününü izleyen ilk işlem günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Teminat Tutarı	250 TL
Sürdürme Seviyesi	%75
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Son işlem gününde Londra'da öğleden sonra yapılan seansında oluşan altının Dolar/ons fiyatının Merkez Bankasının saat 15:30'da açıklayacağı ABD Doları satış kuru kullanılarak TL/gram'a çevrilmesi ile bulunan değer vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır.

Kaynak: Aksoy, a.g.e., s.258

VOB Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi hem korunma aracı hem de yatırımcılara altın fiyatlarındaki değişimlerden gelir elde imkânı sunmaktadır. Altın fiyatlarının yükselmesi ve düşmesi risklerden korunmak isteyen yatırımcılar, beklentilerine göre altın vadeli sözleşmeleri ile risklerini sınırlandırılmaktadırlar. Gelir elde etmek amacıyla

yatırımlarını yönlendiren bireysel ve kurumsal yatırımcılar ise yine beklentilerine göre sözleşme alarak veya satarak fiyat değişmelerinden kazanç elde etmektedirler²⁷².

Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanmaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının, piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir;

- Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması,
- Bir önceki günün uzlaşma fiyatı,
- Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması²⁷³,

Aşağıdaki tabloda 2006 yılında VOB'da gerçekleşen işlemler sözleşme türü bazında özet olarak verilmektedir.

Tablo 3.38
VOB Sözleşme Türleri ve Miktarları

Sözleşme Kodu	Miktar (Adet)	Hacim (TL)
Endeks	2.194.245	10.608.360.610
Faiz	1	8.554
G-DİBS	3.317	26.040.499
Döviz	4.429.502	6.747.504.822
Emtia	13	25.315
Altın	1.425	4.215.389
Genel Toplam	6.628.503	17.386.155.189
Pozisyon Kapamalar	219.584	490.266.082
Toplam İşlem Hacmi	6.848.087	17.876.421.270

Kaynak: <http://www.vob.org.tr>

²⁷² Aksoy ve Tanrıöven, **a.g.e.**, s. 257.

²⁷³ Mehmet İnam, **Sermaye Piyasası, Borsalar, Kurumlar, Araçlar, İşlemler**, İstanbul: Seçkin Yayıncılık, 2007, s. 137.

Bu piyasanın işlevlik kazanması için öncelikle ekonomik yapının istikrara kavuşturulması, altın spot fiyatının manipülasyondan uzak tutulması, yasal düzenlemelerin belirsizlik ve tedirginlik yaratmaması, iletişim rahatlığı sağlayacak teknolojik alt yapının hazır olması, muhasebe ve raporlama standart ve esaslarının getirilmesi gerekmektedir²⁷⁴.

3.8 Altın Bankacılığı

Dünyada altın bankacılığı ya da daha bilinen adıyla külçe bankacılığı (*bullion banking*) uygulaması ilk kez Birleşik Krallık topraklarında başlamıştır. Altın insanlığın yaşamında bankalardan çok daha önce varolmuştur. Tarihsel olarak bankacılığın filizlenmeye başladığı 17. yüzyılda altın tacirlerinin ve sarraflarının altınlarını bankalarda tutmaları ve uzun zaman da arayıp sormamaları bankaların bu altınların diğer müşterilerine belirli bir bedel karşılığı kullandırması sonucunda doğmuştur. Esas olarak bu sistem, ilk altın bankacılığı işlemlerinin başlamasına neden olmuştur. Altın bankacılığının en geleneksel işlemi altın külçe ve altın para veya madalyon satışıdır. Dünyanın birçok ülkesindeki bankalar bu temel işlevi yerine getirmektedir. Ancak daha komplike işlemleri bu konuda alt yapı, insan gücü ve teknik formasyonu olan bankalar gerçekleştirmektedir. Son yirmi yılda altın bankacılığının, kuyumculuk sektörünün finansmanına yönelik işlemleri, altın yatırımı yapan yatırımcılara yönelik işlemleri ve nihayet maden şirketlerinin finansmanı ve risk yönetimine yönelik işlemleri başlı başına bir uzmanlık dalı olmuştur²⁷⁵.

3.8.1. Türkiye’de Altın Bankacılığı

Türkiye’de altın bankacılığının başladığı tarih için 21 Mart 1993 günü esas alınabilir. Çünkü bu tarihte konu ile ilgili ilk yasal düzenleme gerçekleştirilmiş bulunmaktadır. İlk düzenleme altın depo hesapları ve altın kredisi hesaplarını yasal zemine oturtmuştur. Altın depo hesabı herhangi bir gerçek ve tüzel yatırımcının elindeki altını bankaya yatırmak suretiyle açtığı hesaptır. Bankalarca tasarruflarını altın olarak değerlendirmek isteyen, yurt içinde veya dışındaki yatırımcılar tarafından açılabilen, hesap konusu altının banka tarafından temin edilmesinin esas olduğu, muhasebe ve

²⁷⁴ İhsan Ersan, **Ekonomik ve Mali Yapılanmaya Genel Bakış**, Vadeli İşlemler Piyasası Yayınları, 1996, s. 12.

²⁷⁵ Çıtak, **a.g.e.**, s. 102-103.

defter kayıtlarının altın cinsinden yapıldığı, vade sonunda da anapara ve öngörölmüş ise faizin altın cinsinden veya banka ile yatırımcı arasında anlaşılırsa Borsa'da oluşan o günkü fiyat üzerinden nakit olarak ödenen, altına dayalı tasarruf hesaplarına Altın Depo Hesabı denir²⁷⁶.

Altın depo hesapları açılış şekillerine göre nakit karşılığı ve altın karşılığı olmak üzere iki ana kısma ayrılmaktadır. Nakit karşılığı açılan hesaplarda tasarruf sahibi almak istediğı kadar altının parasını TL veya döviz ve efektif cinsinden bankaya yatırmakta, daha sonra banka tarafından 1000 milyem has altın alınarak hesap depo hesabına çevrilmektedir. Altın cinsinden açılan hesaplarda ise her bankanın kendi çevrim kuralları bulunmaktadır. Darphane tarafından çıkarılmış bulunan meskuk altınlar ile de depo hesabı açma imkânı bulunmakla birlikte uygulamada tercih edilmemiştir. Türkiye'de altın bankasının kurulması halinde birçok yenilik hayata geçirilebilecektir²⁷⁷.

Türk lirası konvertibl'dir ve yabancı para birimleri, altın alıp satmak , yurt dışına havale yapmak serbesttir. Bankalara 21 Mart 1993'ten itibaren Altın Depo Hesabı açma ve Altın Kredisi kullandırma yetkisi verilmiştir. 1995 yılında Altın Depo Hesabının temelleri oluşmuş ve buda bankaların yurt dışından Altın Kredisi kullanıp bunu Türkiye'de kullandırma alanında ilerleme kaydetmesini sağladı. Aynı dönemde bankaların Altın Kredisi kullandıran şubelerinde özellikle İstanbul Kapalıçarşı, Nuruosmaniye gibi altının gerçekliğini ve saflık derecesini kontrol edebilecek özellikte elemanlar istihdam edilmiştir²⁷⁸.

Küresel finans krizi ile birlikte yatırımcıların piyasalardaki belirsizliklerden kendilerini korumak için güvenli liman olarak gördükleri altına yönelmeleri Türk bankacılık sektörünün de alternatif altın hesaplarına ilgi duymasını sağlamıştır. Daha önce altına dayalı mevduat sistemine ilgi duymayan bir çok banka mevcut ürünlerini geliştirerek veya yeni ürünlerle oluşan piyasadandan pay alma rekabetinin içerisinde yer

²⁷⁶ İAB Eğitim Yayınları, a.g.e., s. 25.

²⁷⁷ Çıtak, a.g.e., s. 124.

²⁷⁸ **The Turkish Gold Market**, İstanbul Altın Borsası Yayınları, Yayın No: 10, 2001, s. 21.

almıştır. İş Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, Denizbank, Halkbank, Akbank bu konudaki çalışmalarını hızlandırmalarını örnek verebileceğimiz Türk bankalarıdır²⁷⁹.

Bu bölümde Türkiye'deki bankalarda bulunan altına dayalı hesaplar incelenecektir.

Garanti Bankası Altın Hesabı

Garanti Bankası'nda iki çeşit altın hesabı bulunmaktadır. "Vadesiz Altın Hesabı" ve "Birikimli Altın Hesabı" olarak adlandırılan bu hesaplar yatırımcılara iki farklı seçenek olarak sunulmaktadır.

Vadesiz Altın Hesabı: Vadesiz Altın Hesabı, güvenli bir şekilde gram ve santigram bazında altın almanızı sağlayan vadesiz altın hesabıdır. Vadesiz Altın Hesabınızdan altın alım-satım işlemlerinizi Vadesiz TL ve USD hesaplarınız aracılığıyla gerçekleştirebilirsiniz.

Özellikleri şu şekilde sıralanmaktadır;

- Vadesiz Altın Hesabı sayesinde, TL ya da USD karşılığı kadar gram ve santigram altın alım-satımı yapabilirsiniz.
- Vadesiz TL ya da USD Hesabınız aracılığı ile gerçekleştireceğiniz alış ve satış işlemlerinde, minimum işlem limiti 0,01 (net) gram, maksimum işlem limiti 3.000 (net) gramdır.
- Vadesiz Altın Hesabınızdan diğer tüm Altın Hesaplarına (Vadesiz ya da Birikimli Altın Hesabı) gram ve santigram bazında altın havalesi yapabilirsiniz.
- Vadesiz Altın Hesabınıza faiz işletilmemektedir.

Avantajlar

- Altının gramajının az olması, düşük ayarlı ya da eski tarihli olması gibi durumlarla karşılaşmazsınız. Ayrıca işçilik maliyeti ödemeniz gerekmez.

²⁷⁹ *Bankalardan Alternatif 'Altın' Hesapları*, 2009, <http://www.porttakal.com/haber-bankalardan-alternatif-quot-altin-quot-hesapları-236089.html> (02.10.2009), s. 1-2.

- Çalınma riski olmadan, hesabınızda güvenle altın biriktirirsiniz.
- Vadesiz Altın Hesabı'ndan Hesap İşletim Ücreti alınmamaktadır.
- 0,01 (net) gram altın gramından başlayan tutarlarda alım-satım yapmanıza imkân sağlar²⁸⁰.

Birikimli Altın Hesabı: Birikimli Altın Hesabı, düzenli ödeme seçeneği ile altın cinsinden birikim yapma imkânı sağlayan vadesiz altın depo hesabıdır. Birikimli Altın Hesabı ile her ay hesabınızdan ya da kredi kartınızdan ödeme yaparak, düzenli olarak altın biriktirebilirsiniz.

Özellikler

- Birikimli Altın Hesabı açtırmak için, en yakın Garanti şubesine başvurmanız yeterli olacaktır.
- Aylık ödeme tutarınızı TL veya altın gramı olarak belirleyebilirsiniz. Düzenli ödemelerinizi, aylık 75 TL veya 1 gram'dan (net) başlayan tutarlarda yapabilirsiniz.
- Birikimli Altın Hesabınıza, Vadesiz TL Hesabınızdan ya da herhangi bir Garanti Bankası kredi kartınızdan otomatik olarak altın alınmasını sağlayabilirsiniz. Ödemelerinizin yapılabilmesi için, ilgili hesabın bakiyesi veya ilgili kredi kartının limitinin düzenli ödeme tutarının tamamını karşılaması gerekmektedir.
- Birikimli Altın Hesabınızdan diğer tüm Altın Hesaplarına (Vadesiz ya da Birikimli Altın Hesabı) gram ve santigram bazında altın havalesi yapabilirsiniz²⁸¹.

Avantajlar

- Altının gramajının az olması, düşük ayarlı ya da eski tarihli olması gibi durumlarla karşılaşmazsınız. Ayrıca işçilik maliyeti ödemeniz gerekmez.

²⁸⁰ Garanti Bankası Vadesiz Altın Hesabı, 2009, http://www.garanti.com.tr/bankacilik/bireysel/mevduat_urunleri/vadesiz_altin_hesabi.html (17.10.2009), s. 1.

²⁸¹ Garanti Bankası Birikimli Altın Hesabı, 2009, http://www.garanti.com.tr/bankacilik/bireysel/mevduat_urunleri/birikimli_altin_hesabi.html (17.10.2009), s. 1.

- Çalınma riski olmadan güvenle altın biriktirirsiniz.
- Birikimli Altın Hesabı'ndan Hesap İşletim Ücreti alınmamaktadır.
- Birikimli Altın Hesabı ile hiçbir komisyon veya faiz ödemedi otomatik olarak altın cinsinden birikim yapabilirsiniz.
- Garanti Bankası kredi kartınızdan yapacağınız ödemelerde, birikim yaparken standart oranda bonus ya da mil kazanırsınız.
- Birikimli Altın Hesabınıza düzenli ödemelerinizin yanı sıra ara ödeme de yapabilirsiniz. Ara ödeme limitleri Vadesiz Altın Hesabı işlem limitleri ile aynıdır²⁸².

Fortis Bank Altın Hesabı

Fortis, birikimlerini altında değerlendirmek, bunu yaparken de çok kazanmak isteyenlere iki farklı Altın Hesabı sunuyor: “Vadesiz Altın Hesabı” ve “Vadeli Altın Hesabı”.

Vadesiz Altın Hesabı

- Fortis Vadesiz Altın Hesabı, 1 gram bazında altın almanıza imkân sağlar.
- Fortis şubelerinden Vadesiz TL, USD ve Euro hesaplarınız aracılığıyla, Fortis İnternet Bankacılığı'ndan TL hesaplarınız aracılığıyla veya TL, USD ve Euro birikimlerinizi Fortis şubelerine elden getirerek altın alım-satım işlemlerinizi gerçekleştirebilirsiniz.
- Birden fazla Vadesiz Altın Hesabı açtırabilir, Fortis Vadesiz Altın Hesaplarınız arasında gram bazında altın havalesi yapabilirsiniz.

Vadeli Altın Hesabı

- Fortis Vadeli Altın Hesabı, altın yatırımlarınıza faiz alabileceğiniz vadeli türde bir mevduat hesabıdır.

²⁸² *Garanti Bankası Birikimli Altın Hesabı*, 2009, http://www.garanti.com.tr/bankacilik/bireysel/mevduat_urunleri/birikimli_altin_hesabi.html (17.10.2009), s. 1.

- Fortis şubelerinden Vadesiz TL, USD ve Euro hesaplarınız aracılığıyla, Fortis İnternet Bankacılığı'ndan TL hesaplarınız aracılığıyla veya TL, USD ve Euro birikimlerinizi Fortis şubelerine elden getirerek altın alım-satım işlemlerinizi gerçekleştirebilirsiniz.

- Vadeli Altın Mevduatı hesabını 50 gram ve üzeri altın karşılığı olarak açtırabilirsiniz.

- Diğer Vadeli Mevduat Hesapları gibi sabit getiri alırsınız.

- Vadeli mevduat açma işlemlerinizi aylık, yıllık ve kırk vadelerle yapabilirsiniz²⁸³.

Denizbank Altın Depo Hesabı

Altın Hesap, gram bazında altın almanızı sağlayan altın depo hesabıdır. Altın Hesap sayesinde, TL ya da USD karşılığı kadar gram altın alabilirsiniz.

Özellikler

- Altın Hesap sayesinde, TL ya da USD karşılığı kadar gram altın alım-satımını yapabilirsiniz.

- TL ya da USD hesabınız aracılığı ile gerçekleştireceğiniz alış ve satış işlemlerinde, minimum işlem limiti 10 (brüt) gramdır.

- Altın işlemlerinde, 1 gr 995/1000 altın, 1 XAU değerine eşit olup 10 XAU ve katları şeklinde işlem yapılabilmektedir.

- Altın Hesap'tan diğer tüm Altın Hesap'larına gram bazında altın havalesi yapabilirsiniz.

- Altın Hesap'a faiz işletilmemektedir.

²⁸³ Fortis Bank Altın Hesabı, 2009, http://www.fortis.com.tr/bireysel/altin_hesabi.jsp (17.10.2009), s. 1.

Avantajlar

- Çalınma riski olmadan, hesabınızda güvenle altın biriktirirsiniz.
- Alım satım işlemlerinde komisyon ve masraf ödemezsiniz.
- 10 (brüt) altın gramından başlayan tutarlarda alım-satım yapabilirsiniz²⁸⁴.

Türkiye İş Bankası Altın Hesabı

- 830 kodla 5 gram ağırlığında,
- 831 kodla tam Cumhuriyet Altını'na eşdeğer,
- 832 kodla yarım Cumhuriyet Altını'na eşdeğer kaydi altın alım satımı yapabilirsiniz.
- Altın fiyatları, İstanbul Altın Borsası'nda ve Uluslararası Tezgah üstü Piyasalarda oluşan fiyatlara göre gün içinde sürekli güncellenmektedir.
- USD/TL kurundaki değişiklikler fiyatlara yansıtılmakta olup, 830, 831 ve 832 kodlu yatırım hesabında izlenen altın için ilan edilen fiyatlar 995/1000 saflık için geçerlidir.
- Altın alım – satım işlemlerinde vergi kesintisi olmamakta, komisyon veya masraf alınmamaktadır.
- Fiziki altın işlemleri, işlem yapmadan 3 iş günü öncesinde şubeniz ile temasa geçmeniz durumunda 5 kg üzeri (6kg, 7kg, 8 kg gibi...) talep edilmesi koşuluyla İstanbul Altın Borsası'ndan teslim alınarak yapılabilmektedir²⁸⁵.

²⁸⁴ Deniz Bank Altın Depo Hesabı, 2009,

http://www.denizbank.com/TR/Bankacilik/Bireysel_Bankacilik/Mevduat/AltinHesap.htm (17.10.2009), s. 1.

²⁸⁵ İş Bankası Altın İşlemleri, 2009,

http://www.isbank.com.tr/content/TR/Yatirim_Hizmetleri/Altin/Yatirim_Hesabi_Altin_Islemleri-591-7.aspx (17.10.2009), s. 1.

Düzenli Altın Alımı

Kredi Kartı ile Düzenli Altın Alımı: Kendiniz ve sevdikleriniz adına kredi kartından düzenli alım talimatı verebilirsiniz. Kredi kartından verilecek düzenli alım talimatları, hesap kesim tarihinde kart limitinizin müsait olması durumunda gerçekleştirilecek olup talimat tutarı karşılığı altın kartınızın son ödeme gününde ilgili altın hesabına aktarılacaktır. Kredi kartından verilmiş düzenli alım talimatları talimat verilme tarihinden hesap kesim tarihine kadar iptal edilebilecektir. Kredi kartı hesap kesim tarihi ile son ödeme günü arasında altın alım talimatı iptali yapılamayacaktır.

Hesaptan Düzenli Altın Alımı: Vadesiz hesabınızdan da kendiniz ve sevdikleriniz adına birden fazla günde gerçekleştirilmek üzere alım talimatı verebilirsiniz. Aynı güne ait olarak ise tek bir talimat verilebilmektedir. Talimatın gerçekleştirileceği gün hesabınızda talimat tutarınız kadar bakiye olması durumunda işleminiz gerçekleştirilebilecek olup ek hesaptan tutar karşılanmayacak veya kısmi alım işlemi yapılmayacaktır. Hesaptan düzenli altın alım talimat gününde, işlem gerçekleşene kadar talimat iptal işlemleri yapılabilecektir. Hesaptan ve kredi kartından verilecek talimatların alt limiti 65 TL'dir²⁸⁶.

Türk Ekonomi Bankası Altın Depo Hesabı

Altına yatırım yapmak isteyen yatırımcıların güvenli bir şekilde altın almasını sağlayan vadeli ya da vadesiz seçenekleri bulunan bir hesap türüdür. Altın depo hesabı çalınma riski olmadan ve işçilik maliyeti ödemedi altına yatırım yapmanızı sağlar.

- 1 kg ve katları şeklinde açılabilir.
- Hesap açılışında yatırmak istediğiniz altın miktarını bankamızdan satın alabileceğiniz gibi fiziken teslimat da yapabilirsiniz.
- Fiziken teslim edilmek istenen altınların İstanbul Altın Borsası'nda işlem görmüş 1 kg'lık orijinal külçe altın olması şartı aranmaktadır.

²⁸⁶ İş Bankası Düzenli Altın Alımı, 2009,

http://www.isbank.com.tr/content/TR/Yatirim_Hizmetleri/Altin/Duzenli_Altin_Alimi-919-7.aspx (17.10.2009), s. 1.

- İstedığınız zaman hesabınızdaki altınları güvenle bozdurabilir, USD ya da TL hesabınıza aktarabilirsiniz.
- Hesabınızdaki altınları fiziken teslim almak istemeniz durumunda Hesabınızı açmış olduğunuz şubeye bir iş günü öncesinden haber vermeniz durumunda altınlarınızı fiziken teslim alabilirsiniz.
- Fiziken teslimat önceden belirlenmiş merkezlerden yapılmaktadır²⁸⁷.

Yapı Kredi Bankası Altın Hesabı

Çalınma riski olmadan miligram bazında altın (XAU) alım-satımı yapabilir, altın birikimlerinizi vadesiz ve vadeli altın mevduat hesaplarında değerlendirebilirsiniz.

Vadesiz Altın Mevduatı: Güvenli bir şekilde miligram bazında döviz alır satar gibi altın almanızı (XAU) sağlayan vadesiz mevduat hesabıdır. Min. 1 TL karşılığı miligram bazında Altın işlemi yapabilirsiniz. Vadesiz Altın Hesabı'nızdan bankamızdaki diğer tüm Altın Hesaplarına altın havalesi yapabilirsiniz. Altınlarınızın çalınma riski yoktur. Altının gramajının az olması, düşük ayarlı ya da eski tarihli olması gibi durumlarla karşılaşmazsınız. Ayrıca işçilik maliyeti ödemeniz gerekmez. Vadesiz Altın Hesabı'nıza, şubelerimizin yanı sıra günün 24 saati İnternet Şubesi'nden de ulaşabilirsiniz. Vadesiz Altın Hesabı açtırmak için, şubenize başvurabilir ya da internet bankacılığında hesap açıp döviz işlemleri adından, döviz alır satar gb. Altın (XAU) alım satımı yapabilirsiniz. 1000 XAU = 1 gr. Altın'dır.

Vadeli Altın Mevduatı: Altın birikimlerinize faiz alabileceğiniz vadeli mevduat hesabıdır. Vadeli altın mevduatı hesabını min. 10 gr. altın ile açabilirsiniz. Vadeli altın mevduatı hesabınızı şubelerimizin yanı sıra, internet bankacılığında vadeli mevduat açma işlemleri aracılığıyla da aylık vadelerle yapabilirsiniz²⁸⁸.

²⁸⁷ *Türk Ekonomi Bankası Altın Depo Hesabı*, 2009, <http://www.teb.com.tr/Bireysel/AltinDepohesabi.aspx> (17.10.2009), s. 1.

²⁸⁸ *Yapı Kredi Bankası Altın Hesabı*, 2009, http://www.yapikredi.com.tr/tr-TR/bireysel_bankacilik/hesaplar/altin_mevduati.aspx (17.10.2009), s. 1.

Kuveyt Türk Altına Altın Kazandıran Hesap

10 gramla bile açılabilen Altına Altın katılma hesabı, hem tasarruf etme hem de kazanç elde etme imkânı sağlamaktadır. Hesaba yatırılan her gram altın, reel sektörde değerlendirilmekte, buradan elde edilen kar ise size yine altın olarak geri dönmektedir. Altına Altın Katılma Hesapları'nın diğer özellikleri;

Tablo 3.39

Altına Altın Kazandıran Hesap Bilgileri

Minimum Açılış Limiti	10 gram (yaklaşık 450 TL)
Vade Seçenekleri	3 ay, 6 ay ve 1 yıl
Kar Paylaşım Oranı	%50-%50

Avantajları

- Hesap İşletim Ücreti ödemezsiniz
- Güvenli alım-satım yaparsınız. Taşıma, saklama sıkıntısı yaşamazsınız.
- Altın alım satım işlemlerinde işçilik maliyeti ödemezsiniz.
- Külçelerce altın biriktirmeden 10 gramla bile kazanmaya başlayabilirsiniz.
- Hem altına yatırım yapıp hem de altın olarak kazanç elde edebilirsiniz²⁸⁹.

Hsbc Bank % 100 Altına Endeksli Mevduat Hesabı

%100 Altına Endeksli Mevduat Hesabı, hesap açılış tutarınızın %100'ünü spot Altın fiyatının değişken getirisine bağlı olarak değerlendiren, 6 ay vadeli ve anapara

²⁸⁹ Kuveyt Türk Altına Altın Kazandıran Hesap, 2009, http://www.kuveytturk.com.tr/tr/BireyselBankacilik_HesapTurleri_AltinaAltinHesabi.aspx (17.10.2009), s. 1.

garantili bir mevduat hesabıdır. %100 Altına Endeksli Mevduat Hesabı, yalnızca Değişken Getirili Kısımdan oluşmaktadır. Altının vade sonunda baz alınacak değeri, vade başı değerinden düşük olsa bile, anaparanız koruma altında. Altının vade sonu değerinin, başlangıç değerinden büyük olması durumunda, aradaki endeks büyüme yüzdesinin %15'i sizin. Altının vade sonu değeri, vade başı değerinden yüksek ise, Altına Endeksli Mevduat Hesabı Altının performansına endeksli bir getiri sağlar. Yani, Altın fiyatlarının yükselmesiyle kazanıyor, düşmesiyle anaparanızı koruyorsunuz. Endeksli Mevduat Hesabı, anapara güvencesine ek olarak size vade sonunda oluşan Altın getirisinin %15'ini sunuyor²⁹⁰.

Tablo 3.40

Altına Endeksli Mevduat İşlem Kriterleri

Minimum Hesap Açılış Tutarı	2.500 USD
Minimum Talep Toplama Tutarı	670.000 USD
Vade Süresi	6 ay
Talep Toplama Tarihleri	05-09 Kasım 2007
Hesap Vade Tarihi	13 Mayıs 2008
Toplam Mevduat İçindeki Dağılım	%100 değişken
Değişken Getirili Kısma Konu Ürün	Altın
Değişken Başlangıç Değeri	09 Kasım 2007 tarihli Londra saatiyle 15:00teki GOFO PM fiyatı
Değişken Vade Sonu Değeri	09 Mayıs 2008 tarihli Londra saatiyle 15:00teki GOFO PM fiyatı
Değişken Getirili Kısımın Paylaşım Oranı	% 15
Gerekli Dokümanlar	İşlem Dekontu, Endeksli Mevduat Sözleşmesi, Endeksli Mevduat Talimatı, Endeksli Mevduat Temel Bilgiler Dokümanı

Kaynak : *Altın Endeksli Mevduat İşlem Kriterleri,*

http://www.hsbc.com.tr/tr/bireysel/hesaplar/altina_endeksli_mevduat.asp (19.12.2009), s.1

²⁹⁰ HSBC Bank %100 Altına Endeksli Mevduat Hesabı, 2009,

http://www.hsbc.com.tr/tr/bireysel/hesaplar/altina_endeksli_mevduat.asp (19.10.2009), s. 1.

Halkbank Vadesiz Altın Mevduat Hesabı

Halkbank bünyesinde bulunan vadesiz altın mevduat hesabı ile;

- 1 gramdan az olmamak koşuluyla
- En az 0.995 saflık derecesinde
- Gelir vergisi kesintisi olmaksızın
- Fiziki alım/satım yapmaksızın
- Vadesiz TL/USD/EUR hesaplarınızı kullanarak alım/satım yapın.

Birikimli Vadesiz Altın Mevduat Hesabı talimatı vererek;

- Hesaba aylık veya 3 ayda bir yatıracağınız tutarlarla birikimlerinizi çoğaltabilirsiniz,
- Taksit tahsilâtları Halkbank kredi kartınızdan veya vadesiz hesabınızdan otomatik olarak tahsil edileceğinden takip kolaylığı sağlarsınız,
- Kredi kartınızdan vermiş olduğunuz talimatlar kartınıza alış veriş olarak yansıtılır,
- Talimatlarınız iş günlerinde gerçekleştirilir,
- Asgari 1 gram olmak üzere güvenle birikim yapabilirsiniz²⁹¹.

3.9. Dünyadaki ve Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Karşılaştırması

Türkiye'deki altı adet B tipi altın yatırım fonu ve bir adet BFY toplamı 297 milyon TL'ye (Yaklaşık 200 milyon\$) ulaşmakta, buna karşın BFY olan "SPDR Gold Shares" 38,74 milyar dolarlık hacmiyle tek başına Türkiye'deki yatırım fonlarının 194 mislidir. Altında günümüz itibarı ile 65 kat daha ucuz olan ve yatırım aracı olarak daha az tercih edilen gümüşe dayalı BFY olan "Comex Silver Trust" ise 5,19 milyar \$'lık

²⁹¹ Halkbank Vadesiz Altın Hesabı, 2010, <http://www.halkbank.com.tr/channels/1.asp?id=1598> (18.01.2010), s. 1.

hacmi ile Türkiye'deki kıymetli madene dayalı yatırım fonları toplamının 26 katıdır. Masrafları ele alacak olursak, her yatırım fonunun iç tüzüğünden alınan değerler şu şekildedir;

Tablo 3.41
Bankaların B Tipi Altın Fonu Giderleri

Fon Adı	Günlük Yönetim Kesintisi	Yıllık Yönetim Ücreti	Yıllık Gider Oranı
Akbank B Tipi Altın Fonu	%0,00913	%3,33	-
Garanti Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu	%0,0000534	%1,95	-
HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B tipi Altın Fonu	%0,000055	%2,01	-
Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Altın fonu	%0,0001	%3,65	-
Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu	%0,00005	%1,825	-
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. B Tipi Altın Fonu	%0,0001	%3,65	-
İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu	%0,0000126	%0,46	%0,61
Spdr Gold Shares	%0,000008	%030	%0,40

Görüldüğü üzere yıllık yönetim ücretleri B tipi fonlarda BYF'larına göre daha yüksektir. Gider oranında (saklama, sigortalama, ilan, ihraç anında çıkan masraflar vs.) belli değildir. Yaklaşık olarak yıllık %0,60 civarlarında gerçekleşmektedir. Yönetim ve gider ücretlerinin yatırım fonu içinde bulunan size ait fona nasıl etki ettiğini Goldist BYF, Spdr Gold Share ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O B Tipi Altın Fonu için 1000 gr. altın başlangıç yatırımı ile örnekleyecek olursak aşağıdaki tablo verileri karşımıza çıkar.

Tablo 3.42**Altın Fonu Yatırım Karşılaştırması**

Firma ve Fonları	Başlangıç	1.yıl	2.yıl	3.yıl	4.yıl	5.yıl
SPDR Gold Shares	1000gr.	993gr	986.05gr	979.13gr	972.26gr	965.41gr
İstanbul Gold B Tipi Altın B.Y.F.	1000gr.	989.30gr	978.71gr	968.24gr	957.88gr	947.63gr
Tr. Vakıflar Bnk. T.A.O. B Tipi Altın Fonu (Yıllık gider oranı %0.60 olarak alınmıştır.)	1000gr	957.50gr	916.81gr	877.85gr	840.55	804.83gr

Görüldüğü üzere SPDR Gold Shares ile yapılan 1000 gr'lık aktın yatırımı 5. yılın sonunda 965.41 grama düşerken, Gold İst BYF ile 947.63 grama, Vakıflar Bankası'nın B Tipi Altın yatırım fonu ile 804.83 grama gerilemektedir. Uzun vadede bu tip yatırım düşünmek özellikle yüksek yönetim ücreti ve gider kesintisi olan fonlarda son derece yanıltıcıdır çünkü zaman içerisindeki maden miktarı ciddi şekilde azalmaktadır.

4. BÖLÜM

KIYMETLİ MADENLERİN DİĞER YATIRIM ARAÇLARI İLE PORTFÖY OLUŞTURMASI ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Yatırımcılar karşılaşılabilecekleri tüm koşulları göz önünde bulundurarak elde ettikleri gelirlerini çeşitli şekillerde arttırmayı ve korumayı hedeflemektedir. Bu amaçla başvurulan yollardan biri de elde edilen gelirlerin finansal piyasalarda değerlendirilmesidir. Ancak finansal piyasaların iktisadi ve sosyal birçok olaydan etkilenmesi bu piyasaların belirsiz bir yapıda olmasına neden olmaktadır. Belirsizlik altında karar vermek ise, yatırımcıların karşılaşılabileceği en büyük zorluklardan biridir. Ayrıca, finansal yönetimde yatırımcı bilgisi ve deneyimi karar verme aşamasında büyük önem taşımaktadır. Yatırımcının sahip olduğu deneyimlerin modelde kullanılması daha gerçekçi sonuçlar elde edilmesine yardımcı olacaktır. Deneyimin ve belirsiz durumların doğrusal programlama tekniği bağlamında karar verme sürecine katılmasında bulanık küme kuramından faydalanılmaktadır. Bu çalışmanın amacı da bu doğrultudadır.

4.1. Portföy Belirleme Ve Yönetme Temel Kavramlar

Yatırım yöneticiliğinin temel yaklaşımlarından birisi, yatırım olayını genel bir yatırım planının bir parçası olarak değerlendirme gereğidir. Sermaye piyasasında son zamanlarda ortaya çıkan ve hızla yaygınlaşarak ortak bir paydada buluşan portföy yönetiminin esasını da bu yaklaşım oluşturur. Yatırımın tek bir menkul kıymet yerine birden çok menkul kıymetten oluşan bir portföye yapılması durumunda çeşitlendirme yapılarak riskin azaltılacağı varsayılmaktadır²⁹².

Portföy yönetimi konusu, 1991 – 1992 yıllarında geçirdiği bir hazırlık döneminin ardından, 1993 yılında Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) getirdiği yeni birtakım düzenlemeler ile uygulamada yeni bir yatırım alternatifi olarak yatırımcıların hizmetine sunulmuştur. Yapılan bu yeni düzenlemeler ve portföy yönetimi konusunun

²⁹² Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası, İMKB Yayınları, 2000, s. 52-53.

hızla yaygınlaşması, pek çok aracı kurum ve bankanın portföy yönetimi konusunda daha yaygın ve sistematik olarak hizmetler vermeye başlamalarını beraberinde getirmiştir. Portföy yönetimi alanında verilen bu hizmetler, hem bu hizmeti verenler açısından hem de bu hizmetten faydalanacaklar açısından yeni birtakım uygulamalarında ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

Portföy yönetimi, çok boyutlu ve süreklilik gösteren bir süreçtir. Portföy yönetimi çok boyutludur çünkü, bir taraftan ülkenin içinde bulunduğu genel ekonomik durumun ve bu ekonomik durum içinde yatırım araçlarının dikkatli bir şekilde takip edilmesini gerekli kılarken, diğer taraftan da kurumsal ve bireysel yatırımcıların imkânlarının ve amaçlarının izlenmesi ve bu iki önemli faktör arasında bir denge kurularak, köprü görevinin gerçekleştirilmesi söz konusudur. Bunun yanı sıra portföy yönetimi aynı zamanda süreklilik de arz eder. Portföy yönetiminde var olan işlemler ve bilgi girdisi birbirine bağlıdır. Yatırım hizmetleri, piyasaların iyi bir şekilde takip edilmesi, yatırımın başarısının değerlendirilmesi gibi konularda portföy yönetimine ihtiyaç duyulmaktadır²⁹³.

Optimal portföy oluşturmanın ve oluşturulan bu portföyün yönetilmesinin temelinde, portföyün belirsizliğini azaltan bir etkinin oluşturulması yatmaktadır. Bu durum belirsizliklerin tümünün, bütünü oluşturan parçaların (portföyü oluşturan menkul kıymetlerin) belirsizliklerinin toplamından daha az olması anlamına gelmektedir.

Başka bir deyişle, risk veya belirsizlik açısından portföy kavramı, menkul kıymetleri bir araya getirme işlemi değildir. Bu noktadan bakıldığında portföy kavramı, sinerji kavramının tersi olarak değerlendirilebilir. Sinerji kavramı ile bir araya getirilen parçaların oluşturdukları toplamın (değerin), parçaların her birinin tek tek sahip oldukları değerlerin toplamından daha büyük olduğu ifade edilirken, portföy kavramı bunun tam tersi olarak bütünün risk veya belirsizlik değerinin toplamının, bütünü oluşturan parçaların her birinin tek tek risk veya belirsizlik değerinden daha az olduğunu ifade eder²⁹⁴.

²⁹³ Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası, **a.g.e.**, s. 58.

²⁹⁴ *Portföy Yönetimi*, <http://www.hisseniz.com>, (15.05.2010), s. 1.

Bir portföy, tek bir menkul kıymetten oluşabileceği gibi, birtakım menkul kıymetlerin bir araya gelmesiyle de oluşturulur. Dolayısıyla bir portföy tek bir menkul kıymetten oluşmuyorsa, bu portföyü bireysel yatırım araçlarından ayıran temel özellik çeşitlendirmenin olmasıdır. Yani bütün yumurtaların aynı sepete konmamasıdır. Portföy teorisi, bireysel veya kurumsal yatırımcılara ilişkin dört temel varsayım etrafında şekillenir. Bu varsayımlar;

- Yatırımcılar riskten kaçarlar. Tipik bir yatırımcı riski sevmez. Bireysel ya da kurumsal yatırımcılar bir yatırım kararı alırken, en düşük risk düzeyinde en yüksek getiriyi elde edebilecekleri yatırım alternatifini seçerler.
- Yatırımcılar sermayelerini korumak, getirilerini arttırmak veya risk düzeyini azaltmak suretiyle, yaşamları boyunca getirilerini ve refah düzeylerini maksimum yapmaya çalışırlar.
- Yatırımcılar yüksek getirilerinin, yüksek risk düzeyi ile birlikte olabileceğini varsayarlar. Getiri ne kadar yüksek olursa, risk de o kadar yüksek olacaktır. Yatırımcı daha yüksek bir getiriyi kabul ediyorsa, aynı zamanda daha yüksek bir risk düzeyini de kabul ediyor demektir.
- Yatırımcılar daha fazla getiriyi ve refah düzeyini daha azına tercih ederler²⁹⁵.

Yatırımcılara ilişkin bu temel varsayımlar, tek bir menkul kıymete yatırım yapmaktansa, çeşitlendirme yoluyla birden fazla menkul kıymete yatırım yapmayı, dolayısıyla bu şekilde bir portföy oluşturmanın mantığını açıklamaktadır. Bunun yanı sıra portföy teorisi piyasanın etkin olduğunu yani piyasa katılımcılarının hepsinin aynı bilgilere, aynı zamanda sahip olduklarını ve bu bilgilerin aynı şekilde algılandığını kabul eder.

Portföy teorisi, Harry M. Markowitz, John Lintner ve William Sharpe'nin çalışmaları ve katkılarıyla geliştirilmiştir. Portföy teorisine verilen özel önemin sebebi, uzun yıllardan beri portföy teorisinin sermaye piyasasının temelini oluşturmasıdır.

²⁹⁵ Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası, a.g.e., s. 59.

4.1.1. Portföy Kavramı

Portföy (portfolio), kelime anlamı olarak cüzdan demektir. Portföy, yatırımcıların elinde bulunan veya yatırımcı adına kullanılan menkul kıymetlerin tümünü ifade etmektedir. Menkul kıymet açısından ise portföy, menkul kıymetlerden oluşan bir menkul kıymet kümesidir. Portföy, değişik menkul kıymetlerden, özellikle hisse senedi, tahvil ve türev ürünlerden oluşan ve belirli kişi veya kişilerin sahip olduğu finansal varlıklar olarak tanımlanabilir²⁹⁶.

Daha geniş anlamıyla portföy, belirli amaçları gerçekleştirmek isteyen yatırımcıların sahip olduğu, belirli ilişki ve kendine özgü ölçülebilir nitelikli yeni bir varlıktır. Portföy, belirli menkul kıymetlerden meydana gelse de, bu menkul kıymetler arasında bir ilişki söz konusudur ve portföy kendine özgü, ölçülebilir nitelikte bir varlıktır. Bu nedenle portföy, içerdiği menkul kıymetlerin toplamı değildir. Portföy teorisine göre yatırımcılar, genelde tek bir menkul kıymete yatırım yapmazlar. Yatırımcılar, tasarruflarını çeşitli menkul kıymetler arasında dağıtırlar. Bundan amaçlanan, yatırımcıların tasarruflarını çeşitli menkul kıymetler arasında en uygun bir şekilde paylaşmaktır²⁹⁷.

Yatırım yöneticiliğinin temel yaklaşımlarından biri yatırım kavramını, genel bir yatırım planının parçası olarak değerlendirmektir. Sermaye piyasasında süratle yaygınlaşan ortak yatırım fonlarının temelinde bu yaklaşım yatmaktadır. Böylece, yatırıma dönüştürülecek fonlar ne kadar küçük olursa olsun fonlar, ortak bir hesapta toplanarak riskin dağıtılması esasına göre farklı menkul kıymetlere dağıtılır. Dolayısıyla aralarında herhangi bir sınırlama olmadan, çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bu genel yatırıma portföy denilmektedir. Her bir menkul kıymet, yatırım portföyünün bir parçasıdır²⁹⁸.

²⁹⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, 3. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1998, s. 7 -8.

²⁹⁷ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, 1994, s. 843.

²⁹⁸ Murat Uğuz, **Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi**, İstanbul: 1990, s. 129.

4.1.2. Portföy Yönetimi Kavramı

Portföy yönetimi, portföy oluşturmak ve oluşturulan bu portföylerden hangi menkul kıymetlerin ne zaman çıkarılacağına ve çıkarılan menkul kıymetlerin yerine ne zaman, hangi menkul kıymetlerin kullanılacağına karar vermektir. Portföy yönetimi, politika, ekonomi, piyasa, endüstri kolu ve menkul kıymetler açısından ortaya konulan bilgilerden hareketle, yatırımcıların amaçlarının, tercihlerinin ve kısıtlarının belirlendiği ve bu bilgiler altında çözüldüğü ve verilen kararların başarısının portföyün izlenmesi suretiyle değerlendirilmesinin devamlı olarak sürdürülmesi ve güncelleştirilmesi sistemidir²⁹⁹.

Sharpe'a göre portföy yönetimi, "paranın yükseltme sürecidir." Ekonomik koşullar zamanla değiştiğinden menkul kıymet yatırımcılarının portföylerinden bazı menkul kıymetleri satıp, yerine yenilerini almaları söz konusu olabilir. Sözü edilen bu işlemin ne zaman, nasıl ve hangi menkul kıymetler üzerinde gerçekleştirileceğine karar vermek uzmanlık ve sorumluluk gerektirir. Portföy yönetimi; yatırımcıların ihtiyaçlarına ve ekonomik koşullara göre portföye çeşitli menkul kıymetleri almak ve bunları uygun bir şekilde yönetmektir.

Portföy yönetimi, yatırımcıların getiri ve risk hedeflerine göre menkul kıymetlerin yönetilmesi süreci olarak da tanımlanabilir. Portföy yönetimi açısından yapılması gereken çalışmalar iki açıdan incelenebilir. Bunlardan birincisi, portföy sahibinin veya yatırımcıların görevleridir. Portföy sahibini veya yatırımcıların söz konusu görevleri, portföy yöneticisine belli zaman aralıklarında yatırımdan hedeflenen kazançları ve kabul edilebilecek risk seviyesini bildirmektir. İkincisi ise, portföy yöneticisinin görevleridir. Portföy yöneticisi, portföy sahibinin veya yatırımcının menkul kıymetlerini, gerekli çeşitlendirme ile istenen getiriye, kabul edilebilir bir risk seviyesinde sağlamaktır³⁰⁰.

Portföy yöneticiliği, sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylerin, yatırımcılarla yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, yatırımcıların vekili

²⁹⁹ Nevin Yörüük, **Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB' de Test Edilmesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2000, s. 3.

³⁰⁰ Frederick Amling, **Investment: An Introduction To Analysis And Management**, Prentice – Hall Inc., 1989, s. 670-671.

sıfatıyla yürütülmesi faaliyetidir. Portföy yönetim şirketleri yatırımcılarına, portföyün önceden belirlenmiş belli bir getiriye sağlayacakları garantisini, yazılı veya sözlü olarak veremezler³⁰¹.

Türkiye’de portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı, Sermaye Piyasası Kurulu’nun piyasada güven ve istikrarın sağlanması amacıyla yaptığı profesyonel portföy yöneticiliğinin Türkiye’de yerleşmesini sağlamaya yönelik çalışmalarıyla yasal bir çerçeveye oturtulmuştur.

Müşteri portföyü yönetim çalışmaları 3794 sayılı sermaye piyasası kanun’unun 30’uncu maddesinin (f) bendi ile 22/0, 31, 32, 34 ve 39 uncu maddeleri hüküm çerçevesinde yapacak kurumların, kuruluş ve yetkilendirilmesine ilişkin ilkeler bir tebliğ ile düzenlenmiştir. Daha sonra sermaye piyasasında faaliyet gösteren bir çok aracı kurum, profesyonel portföy yönetim belgesi alarak yatırımcılara hizmet sunmaya başlamışlardır. 14 Ocak 1993 tarih ve 21465 sayılı Resmi Gazete’de “portföy yöneticiliği faaliyetlerine ve bu faaliyette bulunacak kurumlara ilişkin esaslar” tebliğinde (Seri: V. No: 9) müşteri portföyü yönetimi faaliyeti ayrıntılı olarak açıklanmıştır³⁰².

Buradan hareketle portföy yöneticiliği, sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylerin, müşterilerle yapılacak olan sözleşme gereği vekaleten yönetilmesi sürecidir şeklinde tanımlanabilir. Yatırımcılar, yapacakları yatırımlarını aracı kurumlar aracılığıyla da gerçekleştirebilirler. Aracı kurumlar, halka arz edilen menkul kıymetlerin dağıtımına belli bir süre aracılık ederler ve bu süre sonunda satışı gerçekleştirilemeyen menkul kıymetleri, ihraççı işletmeye iade ederler³⁰³.

Başarılı portföy yönetimi, portföy yöneticilerinin uygun olarak sınıflandırılmasıyla başlar. Başlangıçta yatırım danışmanları, bazı subjektif yargılara dayanarak portföy yöneticilerini sınıflandırmışlardır. Bu sınıflama pahalı olmamasına rağmen, portföy yöneticilerinin atamalarında hataların yapılmasına neden olmuştur. Ancak günümüzde portföy yöneticilerinin atamalarında objektif yargılar

³⁰¹ Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası, **a.g.e.**, s. 62.

³⁰² Gültekin Rodoplu, **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Nihad Sayar Eğitim Vakfı, İstanbul: Yayılım Matbaası, 1993, s. 107.

³⁰³ Sorularla Borsa Ve Sermaye Piyasası, **a.g.e.**, s. 64.

kullanılmaktadır. Portföy yöneticileri, portföyde yer alan menkul kıymetlerin özelliklerine göre sınıflandırılabilir. Alternatif olarak portföy yöneticileri, risk faktörü ve portföy getirisi arasındaki korelasyona göre sınıflandırılabilir. Başarılı portföy yönetiminin bir diğer anahtarı, portföy yöneticilerinin özelliklerine göre portföy yöneticisi atamasıdır. Portföy yöneticisinin özelliklerine göre atama yapılmaması durumunda, atanan portföy yöneticisi, portföyün riskinin artmasına, belirlenen hedeften uzaklaşmaya ve portföy oluşturulmasıyla hedeflenen getiriden yatırımcıların yoksun kalmasına neden olabilecektir³⁰⁴.

4.3. Portföy Çeşitleri

Portföy, değişik yatırım araçlarından veya menkul kıymetlerden oluşturulabilir. Hatta çok sayıda portföy de oluşturulabilir. Portföylerin genellikle hisse senedi ve tahvillerden oluşturulduğu dikkate alınırsa dört farklı portföy çeşidinden söz edilebilir. Bu portföy çeşitleri yalnız hisse senetlerinden oluşan portföyler, yalnız tahvillerden oluşan portföyler, diğer yatırım araçlarından oluşan portföyler ve karma portföylerdir. Farklı yapıdaki portföy çeşitleri yatırımcıların riski sevmesi veya riskten kaçmasına göre, tercihlerinde en ideal bileşimi yapmaları açısından önemlidir.

³⁰⁴ William F. Sharpe, "Asset Allocation: Management Style And Performance Measurement", **The Journal Of Portfolio Management**, Vol: 18, 1992, s. 47.

Tablo 4.1.

Finanssal Piyasalarda Kullanılan Yatırım Araçları

Yatırım Aracı Grubu	Yatırım Aracı Türü	İşlem Yapan Aracı Kurum	Organize Piyasa
Faiz ve Faize dayalı Araçlar	Mevduat	Banka	İnterbank İMKB Repo ve Ters Repo Pazarı İMKB Tahvil ve Bono Pazarı İMKB Tahvil Bono Pazarı
	İnterbank faiz oranı	Banka	
	Repo-Ters repo	Banka+Aracı Kurum	
	Tahvil	Banka+Aracı Kurum	
	Hazine Bonosu	Banka+Aracı Kurum	
Altın ve Altına Dayalı Araçlar	Altın	Banka+Aracı Kurum+ Yatırım Fonları	İstanbul Altın Borsası
	Altın Depo Hesabı	Banka	
Döviz ve Döviz Dayalı Araçlar	Döviz	Banka + Yetkili Müessese	TCMB Döviz ve Efektif Piyasa İMKB Tahvil ve Bono Aracı Kurum Pazarı
	Döviz Tevdiat Hesap	Banka	
	Döviz Endeksli Tahvil	Banka	
Gayrimenkul ve Gayrimenkule Dayalı Araçlar	Konut Sertifikası Gayrimenkul Sertifikası	Banka Banka +Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	İMKB
Portföy ve Portföye Dayalı Araçlar	Katılma Belgesi	Banka +Aracı Kurum+ Yatırım Fonu	İMKB
	Bireysel Portföy Yatırım Hesabı	Banka+Aracı Kurum Banka	
Bir Ekonomik Değere Dayalı Araçlar	VDMK Vadeli İşlem Sözleşmesi	Banka +Genel Finans Ortaklığı Banka+Aracı Kurum	İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
Ortaklık Hakkı Tanıyan Araçlar	Hisse Senedi	Banka+Aracı Kurum+ RSYO	İMKB
	OYHS	Banka+Aracı Kurum	
Kar ve Gelir Ortaklığına Dayalı Araçlar	KOB	Banka+Aracı Kurum	İMKB İMKB İMKB İMKB
	GOS	Banka+Aracı Kurum	
	KİS	Banka+Aracı Kurum	
	KİT	Banka+Aracı Kurum	

Kaynak: Adil Koruyan, "Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerine Etkisi", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, SPK Yay., No:54, 1996, s.173-174.

Tablo 4.1.'de verilen alternatifleri daha da farklılaştırmak ve çeşitlendirmek mümkündür. En temel bileşimlere aşağıda değinilecektir.

4.2.1. Tamamı Tahvillerden Oluşan Portföyler

Bu tür portföyler, riski sevmeyen yatırımcıların tercih ettiği portföylerdir. Farklı işletmelerin çıkardığı tahviller, Devlet tahvilleri ve hazine bonolarından oluşmaktadır. Bu tür portföylerde risk düşük olduğu için, getiri de düşüktür. Bu tür portföylerin ekonomik durgunluk dönemlerinde tercih edilmesinde yarar vardır.

4.2.2. Tamamı Hisse Senetlerinden Oluşan Portföyler

Bu tür portföylerde her türlü risk seviyesine göre yatırım yapılabilir. Diğer portföy türlerinden en farklı tarafı, sadece hisse senetlerini kapsamasıdır. Tamamı hisse senedinden portföy oluşturulurken piyasanın çok iyi bir şekilde izlenmesi gerekir. Portföye alınan hisse senedinin istenildiğinde alım-satım özelliğine sahip olması gerekir. Ekonominin istikrarlı olduğu dönemlerde bu tür portföyler başarıyla oluşturulabilir. Portföye alınacak hisse senetleri, kısa vadede prim yapacak veya uzun vadede prim yapacak hisse senetleri olarak iki grupta değerlendirilebilir.

4.2.3. Hisse Senedi ve Tahvillerden Oluşan Portföyler

Bu portföy türü en çok kullanılan portföy türüdür. Ekonomik gelişmelere göre hisse senedi, tahvil ve türev ürünlerden oluşan bir portföy oluşturulabilir. Böylece ana paranın hem emniyeti sağlanmış olur, hem de kârlılık unsuru dikkate alınarak dengeli bir portföy oluşturulmuş olur. Ekonomik gelişmelere paralel olarak bu tür portföylerde bulunan hisse senedi ve tahvil oranında değişimler de olabilir. Ekonominin durgun olduğu dönemlerde tahvil piyasasındaki canlanma, ekonominin canlandığı dönemlerde ise hisse senedi piyasasındaki canlanma, yatırımcıların portföylerindeki hisse senedi/tahvil oranında değişiklik yaratabilir³⁰⁵.

³⁰⁵ Koruyan, a.g.e., s.175.

4.2.4. Diğer Yatırım Araçlarından Oluşan Portföyler

Hisse senedi ve tahvil dışında kalan yatırım araçları ile oluşturulan portföylerdir. Bu yatırım araçlarından bazıları; varlığa dayalı menkul kıymetler, finansman bonoları, hazine bonosu, gelir ortaklığı senetleri, banka bonoları ve banka garantili bonolar, mevduat ve mevduat sertifikaları, repo, döviz ve döviz tevdiat hesapları, kâr/zarar ortaklığı senetleri, menkul kıymet yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. Yukarıda sayılan yatırım araçlarından bir portföy oluşturulurken, yatırım araçları arasında karşılaştırma yapılır. Hangi varlıkların daha verimli olacağı hesaplanır ve bu varlıklar çeşitlendirme yapılarak portföye dahil edilirler. Ancak burada yatırımcının risk karşısındaki tutumu da hangi yatırım aracının portföye alınacağı konusunda önem taşımaktadır³⁰⁶.

4.3. Portföy Yönetimi Yaklaşımları

Portföy teorisi, yatırımcıların tamamen beklenen getiri ve risk ölçülerine dayanarak, portföyler arasında bir seçim yapıldığını varsayar. Bu iki kavram arasında belli bir olasılık dağılımının var olduğu kabul edilir. Başarılı portföy oluşturulmasına olanak sağlayan iki temel portföy yönetimi yaklaşımı vardır. Birinci yaklaşım, menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesi esasına dayanan geleneksel portföy yaklaşımıdır. İkinci yaklaşım ise, daha çok matematiksel bir temele dayanan modern portföy yaklaşımıdır³⁰⁷.

4.3.1. Geleneksel Portföy Yaklaşımı

Geleneksel portföy yaklaşımı, 1950'li yıllara kadar hem teoride hem de pratikte yaygın olarak kullanılmıştır. Yöntemin bilimsel bir dayanağı olmamasına rağmen, uygulama kolaylığı olmasından dolayı birçok yatırımcı tarafından hala kullanılmaktadır. Geleneksel portföy yaklaşımının amacı, yatırımcılara maksimum faydayı sağlamaktır. Tüketicilerin maksimum faydayı elde edeceği mal ve hizmeti nasıl seçtiği düşünülürse, yatırımcılarında benzer şekilde risk ve getiriye ilişkin fayda tercihlerini maksimum yapan bir portföyü seçebilecekleri kabul edilmektedir. Başka bir

³⁰⁶ Koruyan, a.g.e., s. 176.

³⁰⁷ A. Gültekin Karaşın, *Sermaye Piyasası Analizleri*, Ankara: SPK Yayınları, 1986, s. 101.

ifadeyle, ortaya çıkan risk düzeyine göre yatırımcılar, bekledikleri faydayı maksimum yapmaya çalışırlar³⁰⁸.

Geleneksel portföy yaklaşımı, aşırı çeşitlendirmeye önem vermekte ve portföye alınacak olan menkul kıymetler arasında olası ilişkileri dikkate almamaktadır. Bunun dışında menkul kıymet seçiminde sayısal bilgilere yeterince yer vermemektedir. Geleneksel portföy yaklaşımına göre riskin dağıtılması esas amaçtır. Portföyü meydana getiren menkul kıymetlerin getirileri aynı yönde hareket etmeyeceğinden, portföyün riski de tek bir menkul kıymetin riskinden küçük olacaktır. Bu ilkedен hareketle geleneksel portföy yaklaşımı, portföydeki menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesine dayanır. Bu yaklaşım “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” şeklinde tanımlanabilir. Bu yaklaşıma göre, aynı endüstri kolunda olmayan işletmelerin menkul kıymetlerinden oluşan bir çeşitlendirmeye gidilmesinin olumlu bir etki yapacağı varsayılmaktadır³⁰⁹.

Geleneksel portföy yaklaşımı uygulaması, yatırımcıdan yatırımcıya farklılık göstermektedir. Bu farklılık, yatırımcıların sahip olduğu bilgi ve tecrübeye göre değişebilmektedir. Geleneksel portföy yaklaşımının amacı, yatırımcının en yüksek faydayı elde etmesini sağlamaktır. Yani meydana gelen risk seviyesine göre yatırımcı, hedeflediği faydayı maksimum yapmaya çalışmaktadır.

Geleneksel portföy yaklaşımında portföy getirisi, portföy içinde yer alan menkul kıymetlerin kâr payları ve belirli dönemlerde menkul kıymetlerde meydana gelen değer artışı ile ifade edilebilir. Dolayısıyla yatırımcıların sahip oldukları menkul kıymetlerin gelecekteki getirilerini iyi tahmin etmek gerekir. Bunun yanı sıra tahmin edilen bu getirilere göre ortaya çıkabilecek risklerinde hesaplanması gerekir. Portföy oluşturmanın esas amacı riski dağıtmaktır. Portföydeki menkul kıymetlerin getirileri aynı olmayacağı gibi, portföyün toplam riski de tek bir menkul kıymetin riskinden

³⁰⁸ Selim Bekçioğlu, **Portföy Yaklaşımları Ve Markowitz Portföy Yaklaşımının Türk Pay Senedi Piyasasına Uygulanması**, Ankara, 1984, s. 10.

³⁰⁹ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1995, s. 211.

küçük olacaktır. Bu varsayımdan hareketle geleneksel portföy yaklaşımı, portföy içinde yer alan menkul kıymetlerin sayısını arttırmaya çalışmaktadır.

Geleneksel portföy yaklaşımı, üç aşamadan oluşur. yatırımcılara ait bilgilerin toplanması, portföy amaçlarının belirlenmesi ve portföye alınabilecek menkul kıymetlerin seçilmesi aşamalarından meydana gelmektedir.

4.3.1.1. Portföye Alınabilecek Menkul Kıymetlerin Seçimi

Portföy amaçlarının belirlenmesinden sonraki aşama, portföye alınabilecek menkul kıymetlerin seçimini yapmaktır. Portföy oluşturulurken birçok menkul kıymet bileşeninden faydalanılabilir. Ancak bu seçim yapılırken dikkat edilecek en önemli nokta, eğer portföy tamamen hisse senetlerinden oluşuyorsa, her bir hisse senedinin portföy içindeki ağırlığının ne olacağıdır. Böyle bir seçim yapılırken bazı nitel yaklaşımların yanı sıra hisse senedine yatırım yapılması düşünülen işletmelerin büyüme, verimlilik, beklenen getiri, geçmiş dönem kazançları, beklenen kar payları gibi faaliyetleri ile ilgili bilgilerde dikkate alınmalıdır. Yukarıda sayılan nicel bilgilerden yeterince faydalanmama, geleneksel portföy yaklaşımının eksik tarafıdır. Geleneksel portföy yaklaşımında portföy seçimi yapılırken şu temel noktalar göz önünde tutulmalıdır.

- Hisse senetlerinden oluşan bir portföy oluşturulurken, farklı endüstrilerde faaliyet gösteren işletmelerin hisse senetleri seçilmelidir.
- Tahvillerden oluşan bir portföy oluşturulurken, aynı vadeye sahip tahvillerin portföy içindeki oranı azaltılmalıdır.
- İyi çeşitlendirme yapılarak oluşturulan portföyler, riski azaltacağından bu noktaya da dikkat edilmelidir³¹⁰.

³¹⁰ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 11. Basım, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997, s. 438.

4.3.1.2. Geleneksel Portföy Yaklaşımında Portföy Çeşitlendirmesi

Genel anlamda çeşitlendirme, menkul kıymetlerden oluşan portföyün riskini azaltmak veya yaymak çalışmalarını içerir. Çeşitlendirme, riskten kaçan, daha fazla getiriyi daha azına, daha az riski daha çoğuna tercih eden ve aynı zamanda gelir ve refahlarını arttırmaya çalışan yatırımcılar için riski düşürme avantajından dolayı başvurulan bir yöntemdir. Geleneksel anlamda çeşitlendirme ise, farklı endüstri kollarına ait farklı menkul kıymetlerin, oluşturulan portföye dahil edilmesini anlatır. Bu noktada çeşitlendirme yapılırken aşağıdaki noktalar göz önünde tutulmalıdır:

- Farklı endüstrilerdeki işletmelerin hisse senetlerinin alınması,
- Farklı işletmelerin hisse senetlerinin alınması,
- Farklı bölgelerdeki veya ülkelerdeki işletmelerin hisse senetlerinin alınması,
- Yatırım ortaklığı ve yatırım fonu ile diğer yatırım işletmelerinin hisse senetlerinin veya yatırım fonu katılma belgelerinin alınması,
- Farklı ürünler üreten işletmelerin hisse senetlerinin alınması,
- Geçmişteki fiyatları ile birlikte ve aynı yönde hareket etmeyen işletmelerin hisse senetlerinin alınması biçiminde sıralanabilir.

Yatırımcılar portföyelerine alacakları menkul kıymetleri üstünlük ilkesine göre seçerler. Üstünlük ilkesi, herhangi bir beklenen getiri altında, en az riskli olan menkul kıymetlere yatırım olarak ifade edilebilir.

4.3.1.2.1. Yalın Çeşitlendirme

Yalın çeşitlendirme, “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” olarak ifade edilir. Yani, portföye ne kadar çok menkul kıymet dahil edilirse, çeşitlendirme de o kadar iyi yapılmış olur. Yalın çeşitlendirme ile genellikle bir portföyün sistematik olmayan riskinin önemli ölçüde azalması beklenirken, portföyün sistematik riskinin azalması beklenmez. Yalın çeşitlendirme ile çok sayıda menkul kıymete yatırım

yapılmakla, riskin birden fazla menkul kıymete dağıtımını hedeflenir. Bununla herhangi bir portföyün toplam riskinin çeşitlendirilebilen kısmının azaltılmasına çalışılır. Bu durum, menkul kıymetlerin getiri oranlarının sistematik olmayan kısımlarından oluşur. Dolayısıyla yalın çeşitlendirme, riski dağıtmak için kullanılır ve portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişki dikkate alınmaz. Dolayısıyla yalın çeşitlendirme ile portföy içindeki menkul kıymet sayısının artırılması suretiyle riskin azaltılacağını söylemek mümkündür³¹¹.

Yalın çeşitlendirmenin, bir portföyün sistematik olmayan riskini sıfıra doğru indirilmesinde etkili bir faktör olmasına karşın, portföyün sistematik riskini azaltılmasında hiçbir etkisi yoktur. Bu nedenle, menkul kıymetlerin beklenen getiri oranını belirleyen, sistematik risktir.

4.3.1.2.2. Endüstrilere Göre Çeşitlendirme

Yalın çeşitlendirmenin yanı sıra bazı portföy yöneticileri, portföye alınabilecek menkul kıymetleri farklı endüstrilerde faaliyet gösteren işletmelerden seçebileceklerini belirtmişlerdir. Bundaki amaç, tek bir endüstrideki işletmelerin menkul kıymetlerini portföye almanın yerine, farklı endüstrilerde faaliyet gösteren işletmelerin menkul kıymetlerini portföye almak daha iyi sonuçlar verebilmesidir. Bu seçim yapılırken şu iki durum göz ardı edilmemelidir. Farklı endüstrilerde faaliyet gösteren işletmelerin menkul kıymetlerinden oluşan bir portföyün, menkul kıymetleri tesadüfen seçilen bir portföyden daha iyi sonuçlar vereceği garanti değildir, veya böyle bir sonuç beklenemez. Bunun dışında bilinmesi gereken bir diğer durum, menkul kıymetlerin farklı endüstrilerde faaliyet gösteren işletmelerden seçilmesi demek menkul kıymetleri, rastgele endüstrilerdeki işletmelerden seçmek demek değildir³¹².

4.3.2. Modern Portföy Yaklaşımı

Modern portföy yaklaşımı, günümüzde modern olarak bilinmesine karşın, temeli çok önceden atılmıştır. 1950'li yıllara kadar geniş ölçüde uygulama alanı bulan geleneksel portföy yaklaşımı, 1952'de Harry Markowitz tarafından geliştirilerek

³¹¹ Selim Bekçioğlu, *Menkul Kıymet Analizleri ve Türkiye'deki Uygulama*, Ankara, 1983, s. 34.

³¹² Bekçioğlu, a.g.e., s. 37.

modern portföy yaklaşımı ortaya çıkarılmıştır. Markowitz, portföy çeşitlendirmesi yapılarak riskin azaltılamayacağını ve portföyde yer alan menkul kıymetlerin aynı ya da aksi yönde hareket ettiklerini ileri sürmüştür. Yine Markowitz, portföyde yer alan menkul kıymetlerin belirli risk seviyelerinde maksimum getiriye nasıl sağlayabileceğini araştırmıştır.

Modern portföy yaklaşımının temelleri, 1950’li yıllarda bazı araştırmacılar tarafından (Markowitz, 1952, 1959 ve Tobin 1958) optimal portföyleri matematiksel olarak bulabilmek için yapılan büyük teşebbüslerle Amerika Birleşik Devletleri’nde atılmıştır. Ortaya konulan çalışmalarla, belli risk seviyeleri için beklenen en yüksek getiri altında menkul kıymet kombinasyonları oluşturulması söz konusudur. Ancak, modern portföy yaklaşımının ortaya konduğu yıllarda, gerçekleştirilecek matematiksel işlemler için ulaşılacak bilgisayarlar açısından sıkıntılar yaşanmaktaydı. Bununla birlikte, hem finansal bilgi hem de ulaşılabilen bilgisayarların maliyeti düşürmesi ve geliri artırması özellikle ABD’de akademisyenler ve uygulayıcılar tarafından modern portföy yaklaşımının daha fazla kullanılmasını ve gelişmesini sağlamıştır.

Modern portföy yaklaşımı, ilk kez kullanılmaya başladığında bütün portföy yöneticileri, analistler ve profesyonel yatırım uzmanları, sahip oldukları işlerini kaybedecekleri ve yerlerini her şeyi çok iyi bilen ve yapan bilgisayarların alacağı endişesine kapılmışlardır. Ancak bu endişe mümkün değildi. Çünkü modern portföy yaklaşımı, yönetici kararları ile aynı anda kullanılabilen, ölçülebilir tekniklerin bir setini sunmaktadır. Sunulan bu teknikler, optimal bir yatırım sürecinin gerekli parçalarıdır.

Menkul kıymetlerden nasıl optimal portföy oluşturulacağını matematiksel bir süreçle çözülebileceğini ileri süren modern portföy yaklaşımı, menkul kıymetlerin risklerini ve beklenen getirilerini çeşitli uygulamalarla sınırlı tutmaktadır. Sınırlanan böyle bir portföy, matematiksel süreçle mümkündür. Söz konusu matematiksel süreç, portföy yöneticisinin verdiği karardan sonra yapılmakta ve verilen bu kararın amacı, kararın portföy üzerinde mümkün olduğu kadar doğruyu yansıtmasıdır. Böyle bir optimizasyon modern portföy yaklaşımının en yaygın uygulamalarından biridir. Modern portföy yaklaşımına göre yatırımcılar, genellikle tek bir menkul kıymete yatırım yapmazlar. Yatırımcılar, tasarruflarını çeşitli menkul kıymetler arasında dağıtırlar. Bunu

yapmaktaki amaç, yatırımcıların tasarruflarını çeşitli menkul kıymetler arasında en uygun şekilde paylaştırarak, bir kârlılık düzeyinde riski en aza indirmek veya belli bir risk düzeyinde kârlılığı en yükseğe çıkaracak şekilde portföy oluşturmaktır³¹³.

Markowitz, geleneksel portföy yaklaşımına üç önemli katkı sağlamıştır. Bunlardan birincisi, parçaların toplamının bütüne eşit olmadığıdır. Yani Markowitz, portföy riskinin portföyü oluşturan menkul kıymetlerin riskinden daha az olabileceğini ve bazı durumlarda portföyün sistematik olmayan riskinin sıfırlanabileceğini ileri sürmektedir. Markowitz'in yaptığı ikinci katkı, üstünlük ilkesidir. Üstünlük ilkesi, bazı portföylerin diğerlerine göre daha üstün olduğudur. Markowitz, yatırımcıların aynı getiriyi sağlayan bazı portföyleri riskli oldukları için, aynı risk düzeyindeki bazı portföyleri de az getiri sağladıkları için tercih edilmeyebileceğini ileri sürmüştür. Markowitz'in üçüncü katkısı ise, etkin sınır kavramıdır. Etkin sınır, bir çok portföyün risk ve getiri düzeyinde belirlenmesiyle elde edilir. Yani, bir çok menkul kıymetin var olduğu bir ortamda, oluşturulacak portföy bileşeni için yatırım fırsatları kümesi oluşturulur. Oluşturulan bu kümenin üst sınırına etkin sınır denir. Bu etkin sınırın elde edilmesi için de portföyün varyansı ve beklenen getirisinin bilinmesi gerekir. Bu nedenle üst sınır üzerinde oluşan portföylere etkin portföyler denir³¹⁴.

Markowitz'in bu çalışmalarından sonra portföy yönetimi alanında daha sonraki yıllarda bazı araştırmacılar tarafından yine çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Sharpe (1963), Lintner (1965) ve Mossin (1966) bu araştırmacılardan bazılarıdır. Yapılan araştırmalar sonucunda, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli geliştirilmiş, model uzun süre kullanıldıktan sonra Roll (1977), sermaye varlıklarını fiyatlama modeline alternatif olarak arbitraj fiyatlama modelini geliştirmiştir.

4.3.2.1. Modern Portföy Yaklaşımının Varsayımları

Modern portföy yaklaşımının dayandığı varsayımları beş grup altında toplamak mümkündür. Bunlar:

³¹³ Akgüç, a.g.e., s. 843-844.

³¹⁴ Berk, a.g.e., s. 217.

- Menkul Kıymetler Borsalarında işlem gören menkul kıymetlerin arzında herhangi bir kısıtlama söz konusu değildir. Dolayısıyla yatırımcılar borsada istediği kadar hisse senedi alabilme imkanına sahiptir,

- Menkul kıymet yatırımcıları, akıllı hareket etmeyi düşünürler. Yani yatırımcının en büyük amacı, elde edebileceği faydayı maksimum yapmaktır. Dolayısıyla, kendi refahlarını arttırmaktır,

- Menkul kıymet yatırımcıları, yatırım kararı verdiklerinde bunu yatırım yapacakları menkul kıymetlerin beklenen getirisi ve risklerine göre yaparlar. Beklenen getiri ölçüsü olarak portföy içindeki menkul kıymetlerin beklenen getirilerinin ortalamasını, risk ölçüsü olarak da portföy getirilerinin varyansını alırlar. Dolayısıyla yatırımcıların tümü menkul kıymetlerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve korelasyonuna ilişkin aynı beklentiye sahiptirler,

- Menkul kıymet yatırımcılarının hemen hemen tümü, aynı risk düzeyinde daha fazla getiri elde etmeyi tercih ederler,

- Menkul kıymet yatırımcıları, aynı zaman ufkuna sahiptirler,

- Menkul kıymet yatırımcıları için sermaye piyasasına ait bilgilere aynı zamanda ulaşmak mümkündür. Çünkü, sermaye piyasası bilgileri süratle ve doğru olarak menkul kıymet fiyatlarına yansımaktadır. Bilgi akışına ait bir kısıtlama yoktur³¹⁵.

4.3.2.2. Modern Portföy Yaklaşımının Temelleri

Harry Markowitz tarafından geliştirilen modern portföy yaklaşımını, geleneksel portföy yaklaşımından farklı kılan özelliklerden en önemlisi, portföy seçimi konusu ile ilgilidir. Modern portföy yaklaşımına göre portföy seçimi, menkul kıymet seçiminden daha geniş ve farklı anlamdadır. En iyi portföy, en iyi hisse senedi ve tahvillerden oluşur diye düşünmek yanlış olur. Çünkü, portföye belirli amaçlar ve tekniklerle seçilen menkul kıymetlerin farklılıklarının ve özelliklerinin araştırılması

³¹⁵ Berk, a.g.e., s.218.

gerekir. Modern portföy yaklaşımının temellerini, portföy getirilerinin belirsizliği ve menkul kıymet getirileri arasındaki ilişki olarak ele almak mümkündür.

4.3.2.2.1. Portföy Getirisinin Belirsizliği

Belirsizlik, menkul kıymet yatırımlarının dikkati çeken başlıca unsurdur. Belirsizlik problemiyle karşı karşıya kalan yatırımcılar, bu belirsizliğin olası sonuçları hakkında objektif bir bilgiye sahip olamamaktadırlar. Sistematik olmayan olaylardan kaynaklanan değişikliklerin kâr payını belli bir menkul kıymet açısından etkilemesi, belirsizliğin boyutunu göstermektedir. Uluslar arası ilişkilerdeki bazı problemler, kuraklık, keşif, askeri harcamalardaki artış veya azalış gibi beklenmeyen olumsuz olayların olması hem portföy yöneticilerinin hem de yatırımcıların beklentilerinde sapmalara sebep olacaktır.

4.3.2.2.2. Menkul Kıymet Getirileri Arasındaki İlişki

Modern portföy yaklaşımının temelini atan Markowitz'e göre finansal varlıkların getirileri arasındaki ilişkilerin dikkate alınması ve pozitif ilişki içinde bulunmayan varlıkların aynı portföy içinde bir araya getirilmesi sonucunda, beklenen getiriden bir sapma olmadan riskin azaltılabilmesi mümkündür. Menkul kıymet getirileri birlikte düşüp, yükselebilmektedir.

Ancak bu durum mutlak anlamda menkul kıymet getirileri arasında tam bir ilişki olduğunu göstermemektedir. Ekonomik şartlardaki değişikliklerin menkul kıymetler üzerindeki etkisi, endüstri veya işletme bazında değişiklik gösterebilir. Menkul kıymet getirileri arasında bir ilişki vardır fakat bu ilişki tam değildir. Eğer bir ilişki olmasaydı, çeşitlendirme ile riskin sınırlandırılması mümkün olamazdı. Dolayısıyla, çeşitlendirme ile risk azaltılabilmekte ancak ortadan tamamen kaldırılamamaktadır.

Ayrıca, aynı endüstri kolundaki işletmelerin menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki ilişki, farklı endüstri kolundaki işletmelerin menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki ilişkiden daha yüksektir. Yani menkul kıymet getirileri arasındaki ilişki, tüm menkul kıymetleri kapsamaktadır. Menkul kıymet getirileri arasındaki ilişkinin yüksek

olduğu menkul kıymetler, portföye dahil edilmemelidir. Çünkü, getirileri aynı yönde hareket eden menkul kıymet topluluğu, tek bir menkul kıymetten az bir farkla riske karşı daha koruyucu olabilir.

4.4. Optimal Portföy Oluşturulmasında Önemli Noktalar

İktisat teorisine göre, insanlar daima kendi çıkarlarını dikkate alarak, kazançlarını maksimum yapacak şekilde akılcı davranırlar. Ancak, yatırımcılar her ne kadar akılcı davransalar da bazen yakın çevresinin ve uzman kişilerin bilgilerine ihtiyaç duyarlar. Bu nedenle yatırımcılar, bir taraftan kendi bilgi ve duygularına göre hareket ederlerken bir taraftan da kendisi dışındaki insanların bilgi ve tavsiyelerini dikkate alırlar³¹⁶.

Portföy yöneticileri ve yatırımcılar, yatırım araçlarından meydana gelen bir çok portföy oluşturabilirler. Bunu yaparken para ve sermaye piyasasının iç içe girmesinden dolayı, portföye alınacak yatırım araçlarının risk ve getirilerini etkileyen bazı değişkenleri de dikkate almak zorundadırlar. Bunun yanı sıra, enflasyon, faiz oranları, kur değişimleri, ülkenin ekonomik, sosyal ve siyasi yapısı gibi faktörlerde göz önüne alınmalıdır. Son olarak yatırım zamanlamasının da iyi tespit edilmesi gerekmektedir³¹⁷.

Yatırım, belli bir zamanda bir defaya mahsus olarak yapılan ve birbirini takip eden dönemlerde gelir elde etme olanağı veren harcamalardır. Buradan hareketle tasarruflarını piyasadan menkul kıymet satın almak şeklinde değerlendiren yatırımcılar, yaptıkları bu yatırımı iki amacı gerçekleştirmek üzere yaparlar. Bu amaçlar:

- Menkul kıymetlere yatırdıkları tasarruflarını istedikleri herhangi bir zamanda değer kaybına uğramadan nakde dönüştürmek.
- Yaptıkları yatırımlardan sürekli ve makul bir miktarda gelir elde etmek.

Yatırımcılar, tasarruflarını menkul kıymet satın almak yoluyla sermaye piyasasına aktarırlarken, yüksek getiri, güven ve likidite beklentilerine göre hareket

³¹⁶ J. W. Schot "Premier For Investor Behavior", *Psychology Today*, Vol: 31, February 1998, s. 56.

³¹⁷ Rıza Aşıkoğlu *Yatırım ve Proje Değerlemesi*, 9. Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 827, 1996, s. 4.

ederler. Yatırımcıların yatırım tercihlerini belirleyen bu beklentiler, yatırımcıların kişiliklerine ve davranış özelliklerine göre ortaya çıkmasına karşın, mali sistemin organize bir yapıya kavuşması, kurumsallaşmanın gerçekleşmesi ve alternatif piyasaların bulunması gibi sebeplerle de yakın ilişki içinde olduğu gözlenmektedir.

Yatırımcılar genellikle getirisi yüksek olan ve kaliteli menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih ederler. Kaliteyi en hareketsiz tahvilden, en hızlı değer artışı sağlayan hisse senetlerine kadar bütün sermaye piyasası araçlarından bulmak mümkündür. Bir portföyün kalitesi, portföye dahil edilebilecek hisse senetlerini çıkaran işletmelerin yönetimindeki başarıya bağlıdır. Portföy oluşturmada ilk adım, bir bilgi seti oluşturmaktır. Portföy bilgi seti dört adımdan oluşmaktadır:

- Başlangıçta belli zaman aralıkları için menkul kıymetlerin sınıflandırılması yapılır,
- Her menkul kıymet sınıfı için en optimal süreye dayanan portföyler açısından çeşitli bilgi setleri oluşturulur. Optimal süre, bir faktör modeli oluşturularak hesaplanabilir,
- Portföyler sermaye piyasasında işlem görme durumuna göre sınıflara ayrılır. Bu ayrım, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin ait olduğu işletmelerin ipotek, acenta ve mali durumuna göre yapılır.
- Son olarak da ihtiyari olarak menkul kıymetlerin ait olduğu işletmelerde ve işletmelerin bağlı olduğu endüstri kolunda bazı ölçümler yapılır.

Oluşturulan bir portföyden amaçlanan, minimum risk ile maksimum getiri elde edebilmektir. Portföy oluşturulurken yatırımcıların yaşı, cinsiyeti, mesleği, mali gücü gibi bir takım faktörler etkili olmaktadır. Bu arada bir portföy oluşturulurken bazı noktalara dikkat edilmelidir. Bunlar;

- Finansal yapı,
- Üretilen mal hizmetlerin maliyeti,

- Likidite durumu,
- Hammadde fiyatları ve satış fiyatındaki gelişmeler,
- Hammadde kaynaklarını kontrol edebilme imkanı,
- Üstünlük sağlayan haklara sahip olup – olmama,
- Ürün kalitesinin yüksekliği,
- Sermayenin hisse senedi türleri açısından duyarlılığı,
- Ortak yapısı,
- Kar dağıtım politikası,
- Endüstri kolunun konjonktürel duyarlılığı,
- Endüstri kolundaki pazar payı³¹⁸.

Optimal portföy oluşturulurken piyasaya menkul kıymet ihraç eden işletmelerin, ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar tarafından yeterince tanınmaları gerekir. Dolayısıyla, tasarruflarını taşınır bir değer ile değerlemek isteyen yatırımcıların, bu taşınır değer hakkında bilgisiz ve deneyimsiz olması, piyasayı da olumsuz olarak etkileyecektir.

4.5. Uygulama

Markowitz'in Modern Portföy Kuramı, finans dünyasında, sonraki yıllarda ortaya çıkacak devrim niteliğindeki değişimlerin temeli olmuştur. Kuramı nedeniyle gerek kendisi gerek kuramı geliştirmeye çalışan bazı bilim adamları bu katkıları nedeniyle Nobel Ekonomi Ödülüne layık görülmüşlerdir. Sonraki yıllarda da Markowitz'in görüşlerini temel alarak optimal portföyün oluşturulmasında farklı yaklaşımlar hep söz konusu olmuştur. Nitekim, 1991 yılında, Hiroshi Konno ve Hiroaki Yamazaki, portföy optimizasyonunda yeni bir model geliştirmişlerdir. Konno ve

³¹⁸ Ali Sait Yüksel ve Gültekin Rodoplu, **Sermaye Piyasası**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1980, s. 25.

Yamazaki “Doğrusal Programlama Modeli” adı verilen bu modele göre yatırımcı, portföyün hem riskini hem de getirisini daha kolay hesaplayabilmekte, yatırımcı tipine uygun olarak üstleneceği riskle de beklediği getiriye eşleyebilmektedir.

Bu nedenle Markowitz’in daha gelişmiş bir sistemde çalışan Konno-Yamazaki modeli bu çalışmada portföy oluşturma için temel analiz olarak ele alınacaktır.

4.5.1. Konno ve Yamazaki (K-Y) Modeli

Markowitz’in Modern Portföy Yaklaşımında, çok sayıda menkul kıymete yatırım yapılması durumunda portföy riskinin ne olacağı araştırılmaktadır. Amaç oluşturulacak portföyün getirisinin en çok, riskinin ise en az olmasıdır. Markowitz bu modelinde, portföy risk ölçütü olarak varyansı ve standart sapmayı kullanmıştır.

Konno ve Yamazaki, 1991 yılında yazdıkları makalelerinde “Markowitz’in portföy optimizasyon modelinin teorik tutarlılığının olmasına karşın bu orijinal formun kuadratik programlama gerektirdiği, kuadratik programlamanın ise kovaryans matrislerinin oluşturulmasında zorluklar bulunduğu nedeniyle büyük ölçekli portföylere uygulanmasının zor olduğunu” iddia etmişler ve alternatif olarak kendi buldukları modeli önermişlerdir.

Temel olarak K-Y’nin önerdikleri model ile Markowitz’in söz konusu modeli birbiriyle benzerliklerine karşın, risk fonksiyonu noktasında birbirlerinden ayrılmıştır. Markowitz modelin çözümünde kuadratik programlamayı tercih ederken K-Y doğrusal programlamayı tercih etmişlerdir. Böylelikle Markowitz’in önerdiği ortalama varyans modeli (OVM)’nin bir çok zorluğunun üstesinden geldikleri görüşündedirler. K-Y, OVM’nin zorluklarından bahsederken, kuadratik programlama ile optimal çözüme ulaşmanın zor olduğunu ve yatırımcıların çoğunun risk ölçümünde standart sapmayı kabullenmekte zorlandıklarını iddia etmekte ve risk ölçütü olarak standart sapma yerine mutlak sapmayı önermektedirler.

K-Y Modelinin amaç fonksiyonu risk ölçütü olan mutlak değer minimize edilmesidir. Modelde amaç fonksiyonuna bağlı kısıtlar doğrusal denklemlerden oluşmaktadır. K-Y’nin portföy optimizasyonu konusunda yaptıkları çalışmaları ile

geliştirdikleri doğrusal programlama modelinin amaç fonksiyonu, kısıtları ve değişkenleri aşağıda formüle edilmektedir.

$$\begin{aligned}
 &\text{Minimize} && \sum_{t=1}^T y_t / T \\
 &\text{Kısıtlar} && y_t - \sum_{j=1}^n |a_{jt}| x_j \geq 0 \quad t = 1, 2, \dots, T \\
 &&& \sum_{j=1}^n r_j x_j \geq \rho M_0 \\
 &&& \sum_{j=1}^n x_j = M_0 \\
 &&& 0 \leq x_j \leq u_j, \quad j = 1, 2, \dots, n \\
 &&& 0 \leq y_t \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (1)
 \end{aligned}$$

Model (1) yeniden düzenlenirse;

$$\begin{aligned}
 &\text{Amaç Fonksiyonu: Minimize} && \sum_{t=1}^T y_t / T \\
 &\text{Kısıtlar} && y_t + \sum_{j=1}^n a_{jt} x_j \geq 0 \quad t = 1, 2, \dots, T \\
 &&& y_t - \sum_{j=1}^n a_{jt} x_j \geq 0 \quad t = 1, 2, \dots, T \\
 &&& \sum_{j=1}^n r_j x_j \geq \rho M_0, \\
 &&& \sum_{j=1}^n x_j = M_0 \\
 &&& 0 \leq x_j \leq u_j, \quad j = 1, 2, \dots, n \\
 &&& 0 \leq y_t \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (2)
 \end{aligned}$$

olacaktır. Modeldeki notasyonların neleri ifade ettiği aşağıda verilmiştir:

$a_{jt} = r_{jt} - r_j$ ($j = 1, \dots, n$) ve olmak üzere;

j = menkul kıymetler setini,

t = T dönemi içerisinde herhangi bir dönemi,

r_{jt} = j menkulünün t dönemindeki getiri oranını ve modelin olasılık değişkenini,

r_j = j menkulünün ortalama getiri oranını,

x_j = j menkulüne ait yatırım payını göstermektedir.

T = incelenen dönem sayısını,

ρ = beklenen getiri oranını,

M_0 = toplam yatırım miktarını,

u_j = j menkulüne ait yatırımın üst sınırını,

Y_t = yardımcı değişken

K-Y Modeli'nin etkinlik sınırının her bir noktasının belirlenebilmesi için $|J| + T$ karar değişkenleri ve $2T + 2$ kısıtlamalarını içeren doğrusal programlama probleminin çözümü gerekecektir.

4.5.2. Bulgular ve Yorum

Model, 1999.07 - 2009.12 dönemi için toplam 126 adet aylık gözlemi kapsayan İMKB 100 indeksi, S&P 500 indeksi, hazine bonusu, altın ve gümüş yatırım araçlarından oluşan değişkenler için analiz edilmiştir. Burada amaç, belirli bir getiri düzeyinde riski en düşük yatırım aracını ve portföydeki oranını belirlemektir. Buradan hareketle, yurtdışı yatırım alternatifi için S&P 500 genel indeks, vade sonunda garanti getiriyi benimseyenleri temsil etmesi amacıyla hazine bonusu, yurtiçi sermaye piyasasını temsilen İMKB 100 indeksi ve değerli madenleri temsilen altın ve gümüş ele alınmıştır. Böylelikle, optimal bir portföy için temel olan yatırım araçları modele dahil edilmiştir. İAB'nda altın, gümüş ve platin işlemleri yapılabilmesine rağmen platin sadece 23.12.2005 ve 04.11.2008 tarihlerinde iki işlem için toplamda 6,958 gram işlem görmüştür. Bu işlemlerde oluşan fiyatları yapacağımız çalışmada baz almak mümkün olmadığından portföyümüzü çeşitlendirirken kıymetli madenlerden sadece altın ve gümüşü diğer yatırım araçları ile hangi yüzdelerde bulundurmamız gerektiğini araştırdık. Platinin işlem hacminin artırılması, paladyum ve rodyum gibi diğer kıymetli

madenlerinde İAB'nda işlem görmesi ile portföyümüzde yer vereceğimiz kıymetli madenleri çeşitlendirmek mümkün olacaktır. Mutlaka farklı alternatifler her zaman olacaktır. Fakat bu çalışmanın amacı, temel menkul kıymetlerle kıymetli madenlerin bir portföyde nasıl bir bileşim oluşturacağını ve riski düşük getirisi yüksek optimal portföye hangi yüzdelerde ulaşılabileceğini ortaya koymaktır.

Amaç fonksiyonu oluşturulurken her dönem için ayrı ayrı Y_t fonksiyonu hesaplanmıştır. Y_t hesaplanırken, o döneme alternatif yatırım getirisinden ortalama getiri çıkartılmaktadır. Bulunan değer karar değişkenlerinin katsayısı durumunda olup sonucun mutlak değeri alınmaktadır. Her bir karar değişkeni kendi katsayısı ile çarpılmaktadır. Toplam altı yatırım aracının böylece bulunan değerleri toplanarak ilgili ayın Y değeri bulunmaktadır. Yatırım değerleri toplamı $M_0 = 1$ alınmıştır.

Yatırım araçları ortalama getiri oranları toplamının beklenen getiri (ρ)'den büyük veya en azından eşit olma zorunluluğu bulunmaktadır. Toplam yatırım oranı M_0 her zaman 1'e eşit olacağından ancak beklenen getiri oranı tarafımızca belirlenmektedir. Çözümleme sonucunda, portföyde yer alacak yatırım araçları ve her bir araca yapılacak yatırım tutarları ve katlanılacak portföy riskini minimize eden Y_t değerleri bulunmuştur.

Portföy oluşturulurken farklı getiri düzeylerindeki bileşimler ve portföydeki payları elde edilmiştir. Getiri düzeyleri yüksek, orta ve düşük olarak 3 kategoride ele alınmıştır. 100 birim para yatırıldığında yatırım araçlarının nasıl bir değerde yer alacağı hesaplanmıştır. Uygulamada, farklı getiri düzeyleri için denemeler yapılmıştır. Burada, bazılarının çıktıklarına yer verilecektir. Aylık %1, %2, %3 getiri amaçlandığında yatırım araçlarının oranları ve portföyün risk değeri Tablo 4.2., Tablo 4.3. ve Tablo 4.4. de verilmiştir.

Tablo 4.2.

İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün (Temmuz 99 – Aralık 2009 dönemi) Aylık %1 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.1	5.894847
S&P	0.0	0
DİBS	0.8	81.58445
ALTIN	0.1	7.038463
GÜMÜŞ	0.1	5.482235
Risk Değeri:		1.62

Aylık getiride % 1 hedeflendiğinde S&P 500 indeksi portföyde yer almamıştır. Markowitz portföy teorisi içinde çok önemli bir noktaya değinmiştir. “Aynı yönde hareket eden iki yatırım aracından birini portföyünüze seçiniz” ifadesi bir çok yatırımcı için önemli bir yol göstericidir. Çıkış noktasında ikisi de yukarı yönlü hareket edeceği için çok kar oluşur, ama zarar noktasında tersi durumdan dolayı yatırımcı ciddi zarar edecektir. Portföyde “0” değerini alan yatırım araçları diğer alternatiflerle korelasyon içinde olduğundan bu sonuç doğaldır. Konno-Yamazaki çözüm algoritması içinde bu tarz ilişkili olan yatırım araçları portföyde ya çok az bir yüzde ile yer almakta ya da portföy dışında kalmaktadır. Aylık %1 getiri hedefi için hazine bonosu %81.6 ile portföyün en önemli bileşeni olurken, daha sonra sırasıyla altın %7, İMKB %5.9 ve gümüş %5.5 ile portföyde yer alacaktır. S&P endeksi ise İMKB ile aynı yönde hareket ettiğinden “0” yüzdesi vermesi çok yadırganmamalıdır. Bu portföyün taşıyacağı risk değeri ise 1.62 olacaktır.

Tablo 4.3.

Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %2 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.1	5.894847
S&P	0.0	0
DİBS	0.8	81.58445
ALTIN	0.1	7.038463
GÜMÜŞ	0.1	5.482235
Risk Değeri:		1.62

Aylık %2 getiri için hazine bonusu, İMKB, altın ve gümüşten oluşan portföyün yüzdeleri ve risk değerleri %1 getiri hedeflendiğinde çıkan yüzde bileşim ve risk değerleridir. Bu durumda getiri hedefimizi %3'e arttırarak portföy bileşenlerine bakacak olursak;

Tablo 4.4.

Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonusu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %3 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.0	0
S&P	0.0	0
DİBS	1.0	100
ALTIN	0.0	0
GÜMÜŞ	0.0	0
Risk Değeri:		1.81

Aylık %3 getiri için portföyün risk değerinin %1.81'e yükseldiği görülmektedir. Portföyün tamamının hazine bonosundan oluşması gerektiği sonucu çıkmış ve bu yatırım araçları için çözümün yapıldığı paket program getiri için %3 değerini üst sınır vermiş, yani %3 üzeri bir getiri beklentisinde çözüm üretmemiştir.

Uygulamada, %2 - %3 getiri oranı arasında denenen farklı düzeyler için uygun portföy bileşiminin belirlenmesi çalışmaları sonucunda getiri yüksek tutuldukça risk değerinin yükseleceği anlaşılmıştır. Fakat her yatırımcının riski üstlenme düzeyi ve anlayışı farklı olacağından tüm denemeler sonucunda “optimal” olarak nitelendirilebilecek %2.70 getiri düzeyi ve buna karşılık göze alınabilecek %1.62 risk düzeyi belirlenmiş, portföy bileşenleri %1 ve %2 getiri hedefi için belirlenen oranlarda çıkmıştır. Sonuçlar Tablo 4.5. de verilmiştir.

Tablo 4.5.

Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Optimal Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.1	5.894847
S&P	0.0	0
DİBS	0.8	81.58445
ALTIN	0.1	7.038463
GÜMÜŞ	0.1	5.482235
Risk Değeri:		1.62

Yukarıda verilen portföyün günümüz koşullarında aylık %2.7 getiri hedefine karşılık 1.62 risk değeri taşıması yatırımcılar için cazip bir alternatiftir. Görüleceği üzere hazine bonosu sergilemiş olduğu performansla portföyde %81.6 gibi çok yüksek yüzde ile bulundurulması gerektiği özelliğini taşımaktadır. Tüm portföy alternatifi denemelerinde kıymetli madenlerin altın %7, gümüş %5.5 olmak üzere toplamda %12.5 ile portföyde bulundurulması gerektiği dikkat çekicidir. Buradan anlaşılacağı üzere kıymetli madenler önemli bir yatırım aracı olması yanı sıra ciddi bir portföy çeşitlendiricidir de.

Çalışmanın ikinci aşamasında hazine bonosu çıkarılarak İMKB, S&P 500 indeksi, altın ve gümüş yatırım araçları ile Konno-Yamazaki modeli çözümlenmiştir. Buradaki amacımız son on yılda çok iyi performans sergileyen hazine bonosunun portföydeki ezici yüzdesini bertaraf etmekten ziyade özellikle altının hisse senetleriyle ters korelasyona sahip olduğunu ve hisse senedi yatırımcısının riski azaltmak istediğinde en iyi alternatiflerden birinin kıymetli madenlerden altın olduğunu ispat etmektir.

Tablo 4.6.

Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %1 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.2	17.9924
S&P	0.3	29.00224
ALTIN	0.4	39.54759
GÜMÜŞ	0.1	13.45778
Risk Değeri:		3.03

Getiri aylık %1 olarak hedeflendiğinde altın portföyde önemli bir yere sahip olmaktadır. Portföy ağırlığına göre sırasıyla S&P 500 indeks, İMKB 100 indeks ve gümüş yatırım araçları yer almaktadır. Altının ve gümüşün payı portföyün yarısından fazla gerçekleşmektedir.

Tablo 4.7.

Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %2 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.2	19.54332
S&P	0.3	27.22927
ALTIN	0.4	40.80082
GÜMÜŞ	0.1	12.42659
Risk Değeri:		3.04

Aylık %2 getiri için altının portföyde oranı bir miktar yükselmiş gümüşün payı yaklaşık aynı nispete azalmıştır. Sırasıyla altın (%40.8), S&P 500 indeks (%27.2), İMKB 100 indeks (%19.6) ve daha sonra gümüş (%12.4) portföyün bileşenlerini oluşturmuştur. Risk değeri bir önceki denemeye göre son derece az artarak 3.04'e ulaşmıştır. Aylık hedeflenen getiri yüzdesi ikinin üzerine çıktığında risk değeri artmakta örneğin aylık %2.3 hedef gösterdiğimizde 3.27'ye ulaşmaktadır. Bu durumda aylık %2 getiri hedefi olan portföyü optimal portföy olarak da değerlendirebiliriz.

Tablo 4.8.

Temmuz 1999 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %3 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.0	0
S&P	0.0	0
ALTIN	1.0	100
GÜMÜŞ	0.0	0
Risk Değeri:		4.52

Aylık %3 getiri beklendiğinde portföy tamamen altına yönelmiştir. Bu sonuç doğrultusunda getiri düzeyi %4 olduğunda paket program uygun bir çözümlene bulamamıştır. Bu nedenle getiri tavanı % 3 olarak belirlenmiştir. Bu getiri düzeyinde risk değeri diğer iki portföye göre artış göstermiştir.

Uygun ve risk ile getiri dengesi makul bir yatırım yapmak isteyen hazine bonolarının dışarıda bırakıldığı bu çözümlemede %2 getiri için olan bileşimi seçebilir.

Çalışmanın üçüncü aşamasında, hazine bonosunun getiri yüzdesinin özellikle 2005 yılından itibaren ciddi şekilde düştüğü gözlemlenmiş olmasından dolayı objektifliği sağlamak adına analiz dönemi değiştirilerek Ocak 2005 – Aralık 2009 için S&P 500, İMKB 100, DİBS, altın ve gümüş için tekrar Konno-Yamazaki modeli çözümlenmiştir.

Tablo 4.9.

Ocak 2005 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %1 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.0	1.140357
S&P	0.0	0.340314
DİBS	1.0	97.02572
ALTIN	0.0	0.735133
GÜMÜŞ	0.0	0.75848
Risk Değeri:		0.17

%1 getiri hedeflendiğinde portföyün neredeyse tamamı hazine bonosundan oluşmaktadır. Bunun sebebi 2005 yılından itibaren hazine bonosunun devamlı olarak aylık %1 dolayında gelir getirmesini gösterebiliriz. Kullanılan program en az riskle %1 getiriyi hedeflediğinden dolayı hazine bonosunun çok yüksek yüzde ile çıkması normaldir. Vade sonunda belli getiri oranına sahip yatırım araçlarının risk oranının düşük olmasından dolayı bu portföyün risk değerinin 0.17 gibi son derece düşük oranda gerçekleşmesi de yadırganmamalıdır.

Tablo 4.10.

Ocak 2005 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %2 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.1	8.267148
S&P	0.0	0
DİBS	0.0	0
ALTIN	0.9	86.89408
GÜMÜŞ	0.0	4.838774
Risk Değeri:		3.74

Aylık getiri hedefini %2 ye çıkardığımız zaman risk değerimiz bir anda 3.74'e çıkmaktadır. Hazine Bonosu oranı da "0" değerine inmektedir. Bunun sebebi dediğimiz gibi DİBS'lerin bu dönemde devamlı olarak aylık %1 civarında gerçekleşen getirilerini gösterebiliriz. DİBS'lerden oluşan portföyün %2 getiriye yakalayamayacağından dolayı portföy risk oranını arttırarak ezici bir yüzdeyle altına yönelmiştir.

Tablo 4.11

Ocak 2005 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Aylık %2.1 Getiri Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.0	0
S&P	0.0	0
DİBS	0.0	0
ALTIN	0.4	43.61313
GÜMÜŞ	0.6	56.38687
Risk Değeri:		4.92

Program % 2.1 den yüksek hedef getiri düzeyi için çözümlene yapamamıştır. Üst getiri sınırı %2.1'dir. Bu durumda portföyün tamamı kıymetli madenlere yönelmiştir. Bunun nedenini de son beş yılda değerli madenlerde yaşanan hızlı yükselişe açıklayabiliriz. Portföyün risk değeri 4.92 gibi çok yüksek seviyeye ulaşmış gümüş %56.4 gibi bir oranla portföyün yarısından fazlasını oluşturmuştur. Daha önce "Dünyada Kıymetli Madenlere Dayalı Hisse Senetleri" ve "Dünya Gümüş Piyasasında Fiyatın Oluşumu" bölümlerinde örneklemelerle aktardığım gibi hem gümüş madeninin kendisi hem de gümüşe dayalı hisse senetlerinin fiyatlarındaki hareketlilik altın ve altına dayalı hisse senetleri ile kıyaslandığında ciddi oranda yüksektir. Yapmış olduğumuz ampirik çalışmada gümüşün fiyat hareketinin diğer yatırım araçlarına göre daha fazla olduğunu yüksek risk düzeyindeki bu portföyde daha büyük yüzde ile yer verilmesi gerektiği sonucuyla desteklenmiştir. Optimal getiri için yapılan denemeler sonucu %1.42 getiri hedefinde risk makul bir oranda kalarak getiri seviyesini desteklemiştir.

Tablo 4.12

Ocak 2005 – Aralık 2009 Dönemi İMKB, S&P, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşten Oluşan Portföyün Optimal Getiri (%1.42) Hedefi İçin Yüzde Olarak Dağılımı

İMKB	0.1	7.435617
S&P	0.0	0
DİBS	0.7	71.74362
ALTIN	0.2	20.82076
GÜMÜŞ	0.0	0
Risk Değeri:		0.82

Görüldüğü üzere risk değeri düşmüş (0.82), bir önceki deneme de gümüş için söylediklerimiz düşük risk düzeyin de gümüşün portföyde bulundurulmaması gerektiği ile desteklenmiştir. Altın %20.8 gibi portföyde ciddi bir yüzdeyle yer almış fakat portföyün ana yatırım aracı %71.7 ile DİBS olmuştur. Bu ampirik çalışma sonucu kıymetli madenler için söyleyebileceğimiz her risk düzeyinde, her getiri seviyesinde ve zaman diliminde portföyde belli yüzdelerde bulundurulması gerektiğidir.

SONUÇ

Kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası yatırım araçlarında ciddi bir potansiyele sahip olan ülkemizin buna rağmen kat etmesi gereken çok büyük bir mesafe bulunduğu açıkça görülmektedir. Fiziki altın yatırımı olarak dünyanın sayılı ülkelerinden biri olmamıza rağmen sermaye piyasası araçları vasıtası ile altına son derece az , diğer kıymetli madenlere ise hiç yatırım yapılmamıştır. Ülkemizin iktisadi kalkınmasına destek olması beklenen kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçları ile yatırımı arttırabilecek önerilerim şunlardır;

Fiziki maden, özellikle altın yatırımcısına baktığımızda hiçbir risk almayan, sadece paranın satın alma gücünü korumak isteyen bir profil görürüz. Dolara yatırım yaptığımızda Amerika Devleti'nin riskini almaktasınız, bu doları bankaya yatırdığımızda bankanın da riskini almaktasınız. Halbuki kıymetli madenlerde hiçbir devlet veya banka yükümlülüğü olmadan yatırımınızı yapmaktasınız. Fakat kıymetli madene fiziki yatırımın daha öncede belirttiğimiz gibi kendine özgü dezavantajları vardır. Bunları bu konuda iyi eğitim almış finans sektörü çalışanlarının net ve yalın bir dille yatırımcılara anlatması gerekmektedir. Tabi bunu anlatırken elinizde sermaye piyasası aracı olarak cazip alternatifler olması gerekmektedir. Ülkemizdeki bir B Tipi Altın fonunda beş yılda 1000 gram altının gider ve yönetim kesintileriyle yaklaşık 805 grama gerilediğini anlatmıştık. En iyi alternatif BYF'de bu durum 948 gramla son buluyordu. Bu gün için 1000 gram maden satın alabileceğiniz nakit ile niçin bir yıl sonra elinizde aynı cins madenden 989 gram kalacak yatırım yaparsınız? Altına altın, gümüşe gümüş, platine platin cinsinden getiri sağlayan alternatif yatırım araçları kullanılmalı ve bu da yatırımcıya çok iyi anlatılıp yatırımcıyı yönlendirmek gerekmektedir. Bu uygulamayı yapacak kurumlar bilançolarının pasif tarafını aktif tarafı ile dengelemeli, yani altın, gümüş, platin cinsinden borçlanmak isteyen mali yapısı güçlü gerçek ve tüzel kişiler olmalıdır. Yurtiçi ve yurtdışından potansiyel sektörler ve özellikle bu sektörlerde kıymetli maden cinsinden finans sağlayan bankalarla irtibata geçilerek bir potansiyel oluşturulmalıdır. Yatırımcı 1000 gr. kıymetli madenine bir yıl sonra 990gr. yerine 1010 gr. kazanç sağladığı takdirde sermaye piyasası araçları vasıtası ile kıymetli madene

yatırım yapmayı tercih edebilir. Kıymetli maden bonusu iyi bir alternatif gibi görülebilir. Fakat 26.12.2001 tarihinden itibaren İ.A.B. üyesi bankalar ve aracı kurumlara altın, gümüş, platin cinsinden bono çıkartma yetkisi verilmesine rağmen şu ana kadar ülkemizde kıymetli maden bonusu ihracı gerçekleşmemiştir. Devlet tahvili ve hazine bonusu hariç özel sektörün Türk Lirası veya döviz cinsinden yaptığı tahvil ve bono ihracı da son derece azdır. Kıymetli maden cinsinden borç verebileceği müşteri portföyü bulunan bankalar bu yolla borçlanabilir yada devlet tarafından periyodik zamanlarda kıymetli maden bonusu piyasa ihtiyacı kadar ihraç edilebilir.

Temmuz 1999 - Aralık 2009 arası 126 aylık veriler ışığında yapılan çalışmada optimum risk getiri hedeflendiğinde portföyümüzde %7 altın, %5,5 gümüş, %81,5 DİBS, %5,9 İMKB 100 hisse senetleri bulundurulması gerektiği ortaya çıkmaktadır. DİBS'leri portföy dışında bırakıp sadece hisse senetleri (İMKB 100, S&P 500) ile altın ve gümüşü bir arada bulundurmamak istediğimizde kıymetli madenlerin, özellikle altının hisse senetleri ile ters korelasyona sahip olduğu ve hisse senedi içeren portföyler için çok iyi bir portföy çeşitlendirici olduğu gerçeği ortaya çıkmaktadır. Bu portföylerde; altının payı ortalama %40, gümüş ise %13 civarındadır. İMKB ve S&P 500 portföyün geri kalanını doldurmaktadır. Bir başka deyişle yaklaşık olarak portföyün yarısı hisse senetlerinden oluşurken, diğer yarısı da kıymetli madenlerden oluşmaktadır(Bknz. Tablo 4.6-4.7). Son beş yıl için yapılan değerlendirmede ise optimum kazanç risk değeri noktasında portföyün %20,8'i altından oluşması gerçeği ortaya çıkmıştır. DİBS %71,7 ile portföyün ana yatırım aracı olurken, İMKB 100 hisse senetleri ise son dönemlerde yaşanan kriz ortamından dolayı sadece %7,4 oranında portföyde kendine yer bulmaktadır. Değişik zaman dilimlerinde ve getiri hedeflerinde kıymetli madenler her portföyde bulundurulması gereken yatırım aracı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu değerlendirmeler salt maden değerinden yapıldığından önerimiz doğrultusunda kıymetli maden bazında getirili sermaye piyasası yatırım araçlarının kullanılması durumunda bu yüzdelerin artacağı kaçınılmazdır.

Başta belirttiğimiz gibi kıymetli maden yatırımcısının en büyük hedefi paranın satın alma gücünü korumaktır. Altın diğer kıymetli madenlerden, özellikle kriz ortamlarında ayrılmakla beraber kıymetli madenlerin fiyat hareketleri birbirlerinden

ciddi farklılıklar gösterebilmektedir (Bknz. Tablo 1.10) . Yani altının prim yaptığı dönemde rodyum durağan veya platinin prim yaptığı periyot da gümüş negatif performans gösterebilir. Altın birinci, gümüş ve platin ikinci, rodyum ve paladyum üçüncü derece ağırlıklı karma değerli maden fonu riski daha az, kıymetli maden yatırımcısına daha iyi hitap edecek bir alternatif olabilir. Bu fonu geliştirmek için İ.A.B.'nda altın ve gümüş haricindeki kıymetli madenlerinde aktif olarak işlem görmesi gerekmektedir.

İ.M.K.B.'nda kıymetli madenlerle ilgili sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere ait hisse senetleri fazla işlem görmemektedir. Madencilik ve kıymetli maden işlemeciliği konularında faaliyet gösteren şirketlerin halka açılması ile beraber çeşitlilik arttığı takdirde “Kıymetli Maden Sektörel Fonu” olarak A tipi yatırım fonları da hayata geçirilebileceklerdir.

Globalleşen dünyada sermaye çok akışkandır ve sermaye sahipleri daha az verginin ödenip, daha fazla kazancın elde edildiği, güvenilir ortamlarda yatırımlarını yaparlar. Kanun ve vergi oranlarında yaşanan sık değişikliklerin yatırımcıları daha istikrarlı finansal merkezlere yönlendirmesi kaçınılmazdır. Anayasa Mahkemesi Gelir Vergisi Kanununun geçici 67. maddesiyle, yabancıların bazı faiz ve alım-satım kazançlarında %0 olan gelir vergisi stopaj oranı uygulamasını Anayasanın ‘başlangıç’ kısmının ikinci paragrafına, ikinci, onuncu, on birinci ve yetmiş üçüncü maddelerine aykırı olduğu gerekçesi ile oy çokluğuyla (6 iptal, 5 karşı oy) 15 Ekim 2009 tarihindeki toplantısında iptal kararı almış, mahkeme kararı 8.01.2010 tarihindeki Resmi Gazete’de yayınlanarak ilan tarihinden itibaren dokuz ay sonra yürürlüğe gireceği açıklanmıştır. Maliye Bakanlığı’nın 3 Nisan 2010 tarihinde yaptığı yazılı açıklama ile dar mükellef kavramı yerine yerli yabancı ayırmaksızın kurumsal yatırımcılara bazı menkul kıymet kazançlarında %0 stopaj oranı uygulanacağı tasarı olarak TBMM’ne sunulmuştur. Sadece kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçları açısından değil tüm sermaye piyasaları açısından bu tip istikrarsızlıklar arzu ettiğimiz büyümenin önüne engel teşkil etmektedir.

EKLER

Ek-1 2009 Yılı Menkul Kıymet Gelirlerinin Beyanı ve Vergilendirilmesi

2009 YILINDA ELDE EDİLEN MENKUL KIYMET GELİRLERİNİN BEYANI VE VERGİLENDİRİLMESİ

TAM MÜKELLEF KURUM

TAM MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ

DAR MÜKELLEF KURUM

DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ

1) İMKB'de işlem gören;

- Menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetleri %10 oranında stopaja tabi.
 - 1 yıldan fazla süreyle elde tutulan menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetleri stopaja tabi değil.
 - Diğer hisse senetleri stopaja tabi(%0)
 - Kurumlar vergisine tabi(%20).
 - Ödenen stopaj ve beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir.
 - Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/1-e bendindeki şartların yerine getirilmesi halinde, kazancın %75'i kurumlar vergisinden istisna olur.
- 2) Banka ve aracı kurum aracılığı olmaksızın hisse senedi alım satım işlemlerinden sağlanan kazançlar;
- Stopaja tabi değil.
 - Kurumlar vergisine tabi(%20).
 - Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/1-e bendindeki şartların yerine getirilmesi halinde, kazancın %75'i kurumlar vergisinden istisna olur.

1) İMKB'de işlem gören;

- Menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetleri %10 oranında stopaja tabi.
 - 1 yıldan fazla süreyle elde tutulan menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetleri stopaja tabi değil.
 - Diğer hisse senetleri stopaja tabi(%0)
 - Stopaj nihai vergidir.
 - Beyan edilmez.
- 2) Banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla elde edilmeyen alım satım kazancı (örneğin borsaya kayıtlı olmayan hisse senetleri), Gelir Vergisi Kanunu'nun genel hükümlerine göre beyan edilecektir.
- 2 yıldan fazla elde tutulan tam mükellef kurumlara ait hisse senetlerinden elde edilen kazançlar istisnadır.

- 1) İMKB'de işlem gören ve 1 yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetlerinin elden çıkarılmasından sağlananlar;
- Stopaja tabi değil.
 - Beyan edilmez.

- 2) İMKB'de işlem görenlerden 1 yıl ve daha kısa süre içinde elden çıkarılanlar için stopaj oranı %0'dır.
- Beyan edilmez.

- 3) Banka ve aracı kurum aracılığı olmaksızın alım satım işlemlerinden sağlanan kazançlar;
- Stopaja tabi değil.
 - Kurumlar vergisine tabi(%20)
 - Kurumlar vergisi sonrası kalan tutar %15 oranında gelir vergisi stopajına tabidir.

- 1) İMKB'de işlem gören hisse senetlerinden;
- 1 yıldan fazla süreyle elde tutulanlar stopaja tabi değil. Beyan edilmez.
 - Elde tutma süresi 1 yıl ve daha kısa ise stopaj oranı %0'dır.

- 2) Banka ve aracı kurum vasıtasıyla elde edilmeyen alım satım kazancı (örneğin borsaya kayıtlı olmayan hisse senetleri), Gelir Vergisi Kanunu'nun genel hükümlerine göre beyan edilecektir.

- 2 yıldan fazla elde tutulan tam mükellef kurumlara ait hisse senetlerinden elde edilen kazançlar istisnadır.

HİSSE SENEDİ ALIM SATIM KAZANCI 01.01.2006 tarihinden SONRA iktisap edilmiş hisse senetleri

Ek-1 Devamı: 2009 Yılı Menkul Kıymet Gelirlerinin Beyanı ve Vergilendirilmesi

HİSSE SENEDİ TEMETTÜ GELİRLERİ (MKYO ve GYO HARİÇ)	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi değil. Tam mükellef kurumlardan elde edilenler kurumlar vergisinden istisna (KVK 5/1-a) 	<ul style="list-style-type: none"> Kar dağıtımı yapan kurum tarafından %15 oranında stopaj yapılır. Tam mükellef kurumlardan elde edilen temettü gelirinin (stopaj öncesi) yarısının, varsa tevkif suretiyle vergilendirilmiş diğer menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile birlikte toplam tutarının, 2009 yılı için geçerli olan 22.000 TL'lik beyan sınırını aşması halinde, temettü gelirinin yarısı yıllık beyanname ile beyan edilir. (Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 62. maddesinde belirtilen kazançlar hariç) Bu durumda, temettüyü dağıtan kurum tarafından yapılan stopajın tamamı, beyanname üzerinde hesaplanan gelir vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> Kar dağıtımı yapan kurum tarafından %15 oranında stopaj yapılır. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> Kar dağıtımı yapan kurum tarafından %15 oranında stopaj yapılır. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI (MKYO) VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI (GMYO) HİSSE SENEDİ TEMETTÜ GELİRLERİ	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi değil. Kurumlar vergisine tabi(%20) 	<ul style="list-style-type: none"> Kar dağıtımı yapan kurum tarafından stopaj yapılır (%0). Tam mükellef kurumlardan elde edilen temettü gelirinin yarısının, varsa tevkif suretiyle vergilendirilmiş diğer menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile birlikte toplam tutarının, 2009 yılı için geçerli olan 22.000 TL'lik beyan sınırını aşması halinde, temettü gelirinin yarısı yıllık beyanname ile beyan edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> Kar dağıtımı yapan kurum tarafından stopaj yapılır(%0) Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> Kar dağıtımı yapan kurum tarafından stopaj yapılır(%0) Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
DEVLET TAHVİLİ, HAZİNE BONOSU FAİZ GELİRLERİ 01.01.2006 tarihinden SONRA ihraç edilmiş olanlar	<ul style="list-style-type: none"> %10 oranında stopaja tabi Kurumlar vergisine tabi(%20) Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> %10 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %0 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %0 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
DEVLET TAHVİLİ, HAZİNE BONOSU ALIM SATIM KAZANÇLARI 01.01.2006 tarihinden SONRA ihraç edilmiş olanlar	<ul style="list-style-type: none"> %10 oranında stopaja tabi Kurumlar vergisine tabi(%20) Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> %10 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %0 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %0 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN EUROBONDLARIN FAİZ GELİRLERİ	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi (%0). Kurumlar vergisine tabi(%20) 	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi (%0) İtfa sırasında oluşan anapara kur farkı gelir sayılmaz. Enflasyon indirimi uygulanmaz. Elde edilen faiz gelirlerinin, stopaja tabi tutulmuş diğer menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile birlikte, 2009 yılı için geçerli olan 22.000 TL'lik beyan sınırını aşması halinde, gelirin tamamı beyan edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi (%0). Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi (%0). Beyan edilmez.

Ek-1 Devamı: 2009 Yılı Menkul Kıymet Gelirlerinin Beyanı ve Vergilendirilmesi

HAZINE MÜSTEŞARLIĞI TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN EUROBONDLARIN ALIM SATIM KAZANÇLARI 01.01.2006 tarihinden SONRA ihraç edilmiş olanlar.	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi değil. Kurumlar vergisine tabi(%20) 	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi değil. Alım satım kazancı Türk Lirası bazında hesaplanır. ÜFE artış oranının %10 veya üzerinde olması şartıyla, iktisap bedeli elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere ÜFE artış oranında artırılabilir. Alım satım zararları, alım satım karlarına mahsup edilir. (2) Kazancın tutarı ne olursa olsun beyan edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> %15 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %15 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
REPO GELİRLERİ	<ul style="list-style-type: none"> %15 oranında stopaja tabi Kurumlar vergisine tabi(%20) Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> %15 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %15 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %15 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
MEVDUAT FAİZLERİ (TL ve DTH)	<ul style="list-style-type: none"> Vadeye bakılmaksızın %15 oranında stopaja tabi. Kurumlar vergisine tabi(%20) Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> Vadeye bakılmaksızın %15 oranında stopaja tabi. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> Vadeye bakılmaksızın %15 oranında stopaja tabi. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> Vadeye bakılmaksızın %15 oranında stopaja tabi. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
OFF-SHORE MEVDUAT FAİZ GELİRLERİ	<ul style="list-style-type: none"> Mevduat yurt dışında yapıldığından stopaja tabi değil. Kurumlar vergisine tabi(%20) 	<ul style="list-style-type: none"> Mevduat yurt dışında yapıldığından stopaja tabi değil. 2009 yılı için geçerli olan 1.070 TL'lik beyan sınırını aşması halinde, gelirin tamamı gelir vergisi beyanamesi ile beyan edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi değil. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> Stopaja tabi değil. Beyan edilmez.
MENKUL KIYMET YATIRIM FONU KATILMA BELGELERİNİN ELDE EDİLEN KAR PAYLARI	<ul style="list-style-type: none"> %10 oranında stopaja tabi. Sürekli olarak portföyünün en az %51'i İMKB'de işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının, bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar üzerinden stopaj yapılmaz. Kurumlar vergisine tabi(%20). Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> %10 oranında stopaja tabi. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. Sürekli olarak portföyünün en az %51'i İMKB'de işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının, bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar üzerinden stopaj yapılmaz. Bu gelirler beyanda edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %0 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %0 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.
BORSA YATIRIM FONLARI KATILMA BELGELERİNİN ALIM SATIM KAZANÇLARI	<ul style="list-style-type: none"> %10 oranında stopaja tabi. Kurumlar vergisine tabi(%20). Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> %10 oranında stopaja tabi. Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %0 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> %0 oranında stopaja tabi Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez.

Ek-1 Devamı: 2009 Yılı Menkul Kıymet Gelirlerinin Beyanı ve Vergilendirilmesi

<p>ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ (TAHVİL VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMET, FİNANSMAN BONOSU) FAİZ GELİRİ 01.01.2006 tarihinden SONRA ihraç edilmiş olanlar.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • %10 oranında stopaja tabi. • Kurumlar vergisine tabi(%20). • Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> • %10 oranında stopaja tabi. • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> • %0 oranında stopaja tabi • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> • %0 oranında stopaja tabi • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez.
<p>ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ (TAHVİL VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMET, FİNANSMAN BONOSU) ALIM SATIM KAZANÇLARI 01.01.2006 tarihinden SONRA ihraç edilmiş olanlar.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • %10 oranında stopaja tabi. • Kurumlar vergisine tabi(%20). • Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> • %10 oranında stopaja tabi. • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> • %0 oranında stopaja tabi • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez. 	<ul style="list-style-type: none"> • %0 oranında stopaja tabi • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez.
<p>VADELİ İŞLEM VE OPSİYON İŞLEMLERDEN ELDE EDİLEN KAZANÇLAR</p>	<p>1) VOB'da 01.01.2009 tarihinden itibaren satın alınan; hisse senetlerine veya hisse senedi endekslerine dayalı kontratlardan sağlanan kazançlar %0, diğerlerinden sağlanan kazançlar %10 oranında stopaja tabi.(3)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kurumlar vergisine tabi(%20). • Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir. <p>2) VOB dışında gerçekleşen işlemler stopaja tabi değil.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kurumlar vergisine tabi(%20). 	<p>1) VOB'da 01.01.2009 tarihinden itibaren satın alınan; hisse senetlerine veya hisse senedi endekslerine dayalı kontratlardan sağlanan kazançlar %0, diğerlerinden sağlanan kazançlar %10 oranında stopaja tabi.(3)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez. <p>2) VOB dışında banka ve aracı kurum aracılığıyla yapılan işlemlerden sağlanan kazançlar %10 oranında stopaja tabi. (01.01.2009 tarihinden itibaren hisse senetlerine veya hisse senedi endekslerine dayalı olarak yapılan işlemlerden sağlanan kazançlarda %0)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez 	<p>1) VOB'da yapılan işlemler %0 oranında stopaja tabi.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez <p>2) Banka ve benzeri finans kurumları dışındakilerin VOB dışında banka ve aracı kurum aracılığıyla yaptıkları işlemlerden elde ettikleri kazançları %0 oranında stopaja tabidir.</p> <p>3) Banka ve benzeri finans kurumlarının VOB dışında banka ve aracı kurum aracılığıyla yaptıkları işlemlerden elde ettikleri kazançlar stopaja tabi değil. Genel hükümler uygulanır.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • VOB'da ve VOB dışında banka ve aracı kurum aracılığıyla yapılan işlemlerden elde edilen kazançlar %0 oranında stopaja tabi. • Stopaj nihai vergidir. • Beyan edilmez

Kaynak : http://www.vergidegundem.com/files/MenkulKıymet_2009_TR.pdf (26.01.2010)

Ek-2 Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri

Yıllar	Altın	Gümüş	Platin	Paladyum	Rodyum
2000 Ocak	100	100	100	100	100
Şubat	105,9	101,21	116,69	140,24	194,02
Mart	100,73	96,45	108,48	146,7	164,56
Nisan	98,43	99,73	112,74	126,66	144,93
Mayıs	96,83	98,72	118,89	126,45	153,71
Haziran	100,5	96,13	126,34	142,99	190,59
Temmuz	99,03	95,55	126,9	155,64	204,74
Ağustos	96,54	95,8	130,74	168,06	195,83
Eylül	96,26	94,18	134	160,95	166
Ekim	94,96	93,12	131,16	163,36	138,48
Kasım	93,56	90,22	134,32	173,16	171,16
Aralık	95,47	89,48	138,15	201,08	172,32
2001 Ocak	93,38	89,9	140,56	230	178,46
Şubat	92,1	89,73	136,04	214,55	188,9
Mart	92,51	84,82	134,64	172,11	173,34
Nisan	91,62	84,19	138,17	154,18	158,97
Mayıs	95,79	85,39	131,1	144,52	153,9
Haziran	95,04	84,1	120,18	135,52	143,43
Temmuz	94,09	82,02	102,24	115,82	141,61
Ağustos	95,8	80,97	103,74	100,39	127,07
Eylül	99,68	83,9	103,72	98,93	107
Ekim	99,56	84,85	97,73	73,99	77,88
Kasım	97,13	79,46	97,26	72,63	62,45
Aralık	97,02	83,96	104,27	88,03	70,33
2002 Ocak	99,06	86,9	106,87	90,31	69,79
Şubat	104,07	85,27	106,66	82,74	72,93
Mart	103,42	87,38	115,94	82,74	76,39
Nisan	106,46	90,81	122,34	81,6	77,83
Mayıs	110,61	90,76	120,94	78,71	65,54
Haziran	112,96	94,34	125,75	73,94	67,05
Temmuz	110,19	94,83	119,13	71,27	61,46
Ağustos	109,12	87,67	123,54	71,75	58,33
Eylül	112,25	87,77	126,05	72,36	58,85
Ekim	111,34	84,88	131,33	69,95	57,72
Kasım	112,25	87,01	133,12	63,23	56,95
Aralık	116,93	89,33	134,96	53,48	44,51
2003 Ocak	125,51	92,72	142,55	56,38	42,06
Şubat	126,26	89,7	154,6	55,94	47,12
Mart	119,78	87,3	152,81	49,42	44,9
Nisan	115,43	86,65	141,29	30,73	37,88
Mayıs	125,49	91,39	147,5	36,84	39,41
Haziran	125,4	87,26	149,7	39,63	38,04
Temmuz	123,46	92,46	154,32	38,25	37,17
Ağustos	126,54	96,22	156,71	40,17	38,21
Eylül	133,28	99,69	159,68	46,57	37,92
Ekim	133,27	96,44	165,63	44,4	33,37
Kasım	137,14	98,82	172,09	43,44	37,8
Aralık	143,36	108,47	182,73	43,69	37,05

Ek-2 Devamı: Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri

2004 Ocak	145,62	121,45	192,39	47,82	37,75
Şubat	142,56	123,82	191,4	52,06	41,53
Mart	143,03	139,32	203,7	59,54	59,6
Nisan	141,75	135,21	198,88	64,73	62,86
Mayıs	134,87	112,45	182,88	54,27	63,21
Haziran	137,87	113,14	181,52	50,14	66,04
Temmuz	140,01	121,85	183,25	48,58	75,02
Ağustos	140,86	128,52	191,64	47,57	97,01
Eylül	142,54	123,46	191,94	46,7	93,67
Ekim	147,88	136,79	190,49	48,17	100,15
Kasım	154,54	144,46	193,43	47,19	102,9
Aralık	155,37	139,96	192,11	42,31	105,07
2005 Ocak	149,18	127,43	194,46	41,08	111,92
Şubat	148,9	135,54	195,68	40,19	127,34
Mart	152,73	139,9	196,37	43,68	124,08
Nisan	150,86	137,1	195,73	43,91	119,78
Mayıs	148,38	135,29	196,13	41,86	124,66
Haziran	151,47	140,94	199,24	41,19	146,09
Temmuz	149,3	135,24	197,8	40,74	158,51
Ağustos	154,03	135,77	203,4	41,19	165,61
Eylül	160,4	137,92	207,7	41,71	196,58
Ekim	165,27	147,88	210,77	45,86	239,04
Kasım	167,65	151,78	217,93	54,16	244,73
Aralık	179,29	166,45	221,61	58,61	246,02
2006 Ocak	193,39	176,48	233,43	60,57	250,87
Şubat	195,2	183,83	235,85	63,88	273,96
Mart	195,94	200,2	235,79	68,49	312,84
Nisan	214,78	243,22	249,35	77,88	371,85
Mayıs	237,94	259,6	286,18	81,7	453,74
Haziran	209,68	208,15	269,42	70,15	406,79
Temmuz	222,91	216,36	278,21	70,27	380,33
Ağustos	222,49	234,79	279,31	72,74	382,83
Eylül	210,39	225,57	267,96	71,32	390,21
Ekim	206,03	223,38	245,41	69,12	404,88
Kasım	220,82	249,31	267,83	71,67	401,24
Aralık	221,51	257,59	253,86	71,97	420
2007 Ocak	221,99	247,53	259,99	74,43	445,56
Şubat	233,8	268,19	272,7	75,48	480,86
Mart	230,34	254,19	275,93	77,31	497,56
Nisan	238,95	264,88	289,38	81,29	517
Mayıs	234,55	253,46	294,61	81,08	505,47
Haziran	230,55	253,42	291,2	81,41	502,24
Temmuz	234	248,89	295,02	80,85	498,28
Ağustos	234,04	238,36	286,52	75,9	501,78
Eylül	250,65	247,43	296,04	73,88	509,7
Ekim	265,41	265,57	319,43	80,73	515,06
Kasım	283,57	283,47	327,98	80,09	547,04
Aralık	282,5	275,49	336,18	77,41	563,78

Ek-2 Devamı: Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri

2008 Ocak	312,89	307,73	359,01	82,63	581,67
Şubat	324,39	338,73	452,72	103,54	701,61
Mart	340,61	376,07	463,31	107,93	765,92
Nisan	319,96	337,44	450,15	98,46	751,32
Mayıs	312,56	328,76	461,45	96,12	788,73
Haziran	312,85	321,79	461,65	99,27	813,27
Temmuz	330,53	347,7	431,15	94,13	783,04
Ağustos	295,09	283,14	336,98	69,75	519,2
Eylül	291,9	238,55	276,92	54,61	376,83
Ekim	283,7	201,38	206,6	42,12	200,74
Kasım	267,61	190,2	190,25	45,8	98,88
Aralık	283,03	198,3	189	38,75	85,32
2009 Ocak	302,02	217,7	215,02	41,65	82,77
Şubat	331,72	258,59	234,48	45,42	85,97
Mart	325,08	252,89	244,77	44,68	85,21
Nisan	313,1	241,29	263,18	50,08	99,27
Mayıs	326,62	270,28	255,91	50,75	105,62
Haziran	332,61	282,53	263,13	54,21	109,83
Temmuz	328,58	257,61	281,77	54,9	111,98
Ağustos	333,91	276,62	291,75	" 60,89	127,04
Eylül	350,52	315,99	291,75	64,77	125,17
Ekim	366,9	332,31	301,73	71,12	136,07
Kasım	396,4	343,38	317,07	78,05	185,57
Aralık	399,1	340,74	326,53	82,18	189,13

Ek-2 Devamı: Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri

		ALTIN	GÜMÜŞ	PLATİN	PALLADYUM	RODYUM
2000	OCAK	284.32	5.1866	441.70	452.84	1198.33
	ŞUBAT	299.94	5.2498	515.43	635.10	2325.00
	MART	286.39	5.0638	479.24	664.35	1972.83
	NİSAN	279.86	5.0502	498.00	573.61	1736.84
	MAYIS	275.31	4.9860	525.18	572.64	1842.05
	HAZİRAN	285.73	4.9956	558.07	647.55	2280.68
	TEMMUZ	281.55	4.9692	560.52	704.81	2453.57
	AĞUSTOS	274.47	4.8843	577.50	761.05	2346.74
	EYLÜL	273.68	4.8901	591.90	728.85	1989.24
	EKİM	270.00	4.8302	579.34	739.77	1657.95
	KASIM	266.01	4.6794	593.30	784.14	2051.14
	ARALIK	271.45	4.6413	610.21	910.59	2065.00
2001	OCAK	265.49	4.6628	620.89	1041.55	2138.64
	ŞUBAT	261.86	4.5504	600.92	971.60	2263.75
	MART	263.03	4.3997	584.23	779.41	2077.27
	NİSAN	260.48	4.3671	594.74	698.21	1905.00
	MAYIS	272.35	4.4290	610.32	654.48	1844.32
	HAZİRAN	270.23	4.3626	579.10	613.71	1718.81
	TEMMUZ	267.53	4.2543	530.84	524.50	1697.05
	AĞUSTOS	272.39	4.2000	451.62	454.64	1522.83
	EYLÜL	283.42	4.3520	458.15	445.80	1282.25
	EKİM	283.06	4.4012	431.17	335.09	933.33
	KASIM	276.16	4.1217	429.61	328.91	748.44
	ARALIK	275.85	4.3549	460.60	398.65	842.86
2002	OCAK	281.65	4.5076	472.07	409.00	836.36
	ŞUBAT	295.50	4.4223	471.15	374.15	874.00
	MART	294.05	4.5325	512.14	374.70	914.52
	NİSAN	302.68	4.5710	540.40	369.52	932.73
	MAYIS	314.49	4.7078	534.20	356.45	785.43
	HAZİRAN	321.18	4.8935	555.44	334.83	803.50
	TEMMUZ	313.29	4.9186	526.20	322.74	736.52
	AĞUSTOS	310.25	4.5475	545.71	324.95	699.09
	EYLÜL	319.16	4.5525	556.79	327.68	705.24
	EKİM	316.56	4.4029	580.11	316.78	691.74
	KASIM	319.15	4.5129	588.00	286.35	682.50
	ARALIK	332.43	4.6336	596.15	242.22	553.41

Ek-2 Devamı: Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri

2003	OCAK	356.86	4.8093	629.66	255.32	504.13
	ŞUBAT	358.97	4.6524	682.89	253.32	564.74
	MART	340.55	4.5283	675.00	223.83	538.10
	NİSAN	328.18	4.4945	624.10	162.40	454.00
	MAYIS	355.68	4.7404	651.55	166.85	472.27
	HAZİRAN	356.53	4.5262	661.24	179.48	455.95
	TEMMUZ	351.02	4.7965	681.67	173.22	445.45
	AĞUSTOS	359.77	4.9910	692.20	181.93	458.00
	EYLÜL	378.95	5.1706	705.34	210.91	454.50
	EKİM	378.92	5.0021	732.48	201.11	460.00
	KASIM	389.91	5.1777	760.13	196.75	453.00
	ARALIK	407.59	5.6260	807.16	197.88	444.09
2004	OCAK	413.99	6.2995	849.82	216.58	452.38
	ŞUBAT	405.33	6.4221	845.44	235.75	497.78
	MART	406.67	7.2254	899.76	269.66	714.32
	NİSAN	403.02	7.0129	878.47	293.13	753.33
	MAYIS	383.45	5.8328	807.81	245.78	757.50
	HAZİRAN	391.99	5.8686	801.78	227.06	791.43
	TEMMUZ	398.09	6.3200	809.43	219.99	899.05
	AĞUSTOS	400.48	6.6660	846.50	215.44	1162.50
	EYLÜL	405.27	6.4034	847.82	211.50	1122.50
	EKİM	420.46	7.0950	841.43	218.14	1200.24
	KASIM	439.39	7.4926	854.41	213.70	1234.32
	ARALIK	441.76	7.1040	848.55	191.63	1259.13
2005	OCAK	424.15	6.6093	858.98	186.03	1341.19
	ŞUBAT	423.35	7.0300	864.32	182.03	1526.00
	MART	434.24	7.2561	867.38	197.82	1486.96
	NİSAN	428.93	7.1110	864.55	198.86	1435.45
	MAYIS	421.87	7.0171	866.35	189.60	1493.89
	HAZİRAN	430.66	7.3105	880.05	186.55	1750.68
	TEMMUZ	424.48	7.0145	873.70	184.50	1899.52
	AĞUSTOS	437.93	7.0419	898.18	186.55	1984.57
	EYLÜL	456.04	7.1536	914.64	188.91	2355.68
	EKİM	469.90	7.6702	931.00	207.69	2864.52
	KASIM	476.67	7.8725	962.64	245.30	2932.73
	ARALIK	509.76	8.6331	978.89	265.45	2948.18
2006	OCAK	549.86	9.1538	1031.10	274.32	3006.36
	ŞUBAT	555.00	9.5349	1041.75	289.30	3283.00
	MART	557.09	10.3838	1041.52	310.17	3748.91
	NİSAN	610.65	12.6149	1101.39	352.71	4456.50
	MAYIS	676.51	13.4645	1264.10	370.00	5437.39
	HAZİRAN	596.15	10.7964	1190.05	317.31	4874.77
	TEMMUZ	633.77	11.2220	1228.88	318.24	4557.62
	AĞUSTOS	632.59	12.1777	1234.00	329.41	4587.83
	EYLÜL	598.19	11.6998	1183.60	322.98	4676.04
	EKİM	585.78	11.5586	1084.00	313.02	4851.82
	KASIM	627.83	12.9311	1183.02	324.57	4808.18
	ARALIK	629.79	13.3605	1121.33	325.94	5033.81

Ek-2 Devamı: Kıymetli Madenlerin Son Yıllardaki Fiyat Hareketleri

2007	OCAK	631.17	12.8389	1148.41	337.05	5339.35
	ŞUBAT	664.75	13.9100	1204.55	341.81	5762.38
	MART	654.90	13.1843	1218.82	350.13	5962.50
	NİSAN	679.37	13.7384	1278.21	368.18	6195.48
	MAYIS	666.86	13.1464	1301.33	367.17	6057.05
	HAZİRAN	655.49	13.1443	1286.24	368.67	6018.57
	TEMMUZ	665.30	12.9093	1303.11	366.16	5970.91
	AĞUSTOS	665.41	12.3632	1265.57	343.73	6013.04
	EYLÜL	712.65	12.8335	1307.65	334.59	6108.00
	EKİM	754.60	13.6704	1410.96	365.61	6172.17
	KASIM	806.25	14.7016	1448.73	362.70	6555.45
	ARALIK	803.20	14.2992	1484.94	350.56	6755.95
2008	OCAK	889.60	15.9611	1585.77	374.20	6970.43
	ŞUBAT	922.30	17.5690	1999.67	468.88	8407.62
	MART	968.43	19.5055	2046.47	488.74	9178.33
	NİSAN	909.70	17.5000	1988.33	445.95	9003.41
	MAYIS	888.66	17.0515	2048.63	435.27	9451.59
	HAZİRAN	889.49	16.9690	2038.24	449.57	9745.71
	TEMMUZ	939.77	18.0339	1904.43	426.30	9383.48
	AĞUSTOS	839.02	14.6857	1488.47	315.90	6221.75
	EYLÜL	829.93	12.3730	1223.18	247.93	4515.68
	EKİM	806.62	10.4413	912.57	190.74	2405.57
	KASIM	760.86	9.8652	840.30	207.43	1186.60
	ARALIK	816.09	10.2852	834.84	175.47	1022.48
2009	OCAK	858.69	11.2914	949.76	188.63	991.91
	ŞUBAT	943.16	13.4125	1035.70	205.70	1030.25
	MART	924.27	13.1168	1081.18	202.34	1021.18
	NİSAN	890.20	12.5148	1162.50	226.80	1189.66
	MAYIS	928.64	14.0289	1130.37	229.82	1265.71
	HAZİRAN	945.67	14.6541	1217.86	245.52	1316.14
	TEMMUZ	934.23	13.3617	1162.26	248.63	1341.96
	AĞUSTOS	949.38	14.3475	1244.60	275.77	1522.38
	EYLÜL	996.59	16.3895	1288.70	293.32	1500.00
	EKİM	1043.16	17.2361	1332.77	322.07	1630.68
	KASIM	1127.04	17.8099	1400.52	353.45	2223.81
	ARALIK	1134.72	17.6729	1442.32	372.16	2266.52

**Ek-3 İMKB 100 Endeksi, S&P 500 Endeksi, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşün
Temmuz 1999-Aralık 2009 Dönemi Değer Hareketleri**

ZAMAN	İMKB	S&P 500 (TL)	DİBS (Hazine Bonosu)	ALTIN	GÜMÜŞ
Tem.99	5505,32500	558,37	38,85	3533	72,255
Ağu.99	5588,19429	564,94	40,74	3614	74,973
Eyl.99	5984,35773	567,45	42,71	3844	77,021
Eki.99	5994,52850	623,65	44,85	4677	82,486
Kas.99	7913,62409	666,91	47,19	4698	84,212
Ara.99	12099,79050	756,03	49,72	4827	89,122
Oca.00	17605,55500	754,11	52,46	5.025,49	95,891
Şub.00	15515,04762	764,93	55,47	5.504,25	96,955
Mar.00	17143,11111	859,93	58,72	5.373,41	96,955
Nis.00	17199,65000	854,91	62,13	5.378,46	99,388
May.00	17175,27273	868,28	65,86	5.469,67	101,081
Haz.00	15395,31818	894,14	69,71	5.646,43	101,48
Tem.00	13796,47619	888,57	73,99	5.692,58	102,688
Ağu.00	13266,94000	963,35	78,64	5.701,74	104,135
Eyl.00	11742,86381	938,23	83,5	5.842,71	106,939
Eki.00	12951,52955	951,57	88,75	5.885,74	107,526
Kas.00	12477,00682	894,12	94,4	5.832,17	105,938
Ara.00	9204,41313	899,15	100	5.868,38	104,55
Oca.01	10659,25545	910,82	108,79	5.719,62	101,537
Şub.01	9291,21500	834,54	104,91	5.799,18	111,588
Mar.01	8432,95941	1062,52	116,28	8.291,21	142,864
Nis.01	9312,39050	1392,82	128,61	9.949,16	172,468
May.01	12009,46826	1428,65	137,84	9.693,59	164,694
Haz.01	11344,14095	1401,68	144,54	10.361,18	174,411
Tem.01	9850,87000	1515,90	151,68	11.224,00	183,492
Ağu.01	9728,65636	1503,49	160,1	12.443,77	191,246
Eyl.01	8392,24105	1434,27	167,26	13.552,02	209,836
Eki.01	8648,96545	1634,94	178,18	14.761,92	233,847
Kas.01	10991,25409	1783,97	186,96	13.522,25	209,796
Ara.01	12644,43778	1701,79	195,18	12.926,36	210,235
Oca.02	13357,36714	1628,35	204,61	12.429,69	204,377
Şub.02	11713,74944	1438,02	212,79	12.925,62	198,802
Mar.02	11318,10762	1586,81	221	12.880,79	203,465
Nis.02	11896,18429	1446,36	232,1	12.730,53	204,34
May.02	11190,41435	1441,41	240,4	13.780,17	219,07
Haz.02	9596,86800	1440,53	248,15	15.870,33	251,667
Tem.02	9662,40304	1434,12	259,75	16.715,57	274,797
Ağu.02	9987,21905	1534,06	270	16.193	248,247
Eyl.02	9222,94381	1320,20	279,45	16.780,53	247,921
Eki.02	9554,32045	1466,94	292,32	16.790,87	238,106
Kas.02	12796,30000	1572,22	304,22	16.458,05	236,143
Ara.02	11798,85900	1330,88	314,24	17.433,36	237,255

**Ek-3 Devamı: İMKB 100 Endeksi, S&P 500 Endeksi, Hazine Bonosu, Altın ve
Gümüşün Temmuz 1999-Aralık 2009 Dönemi Değer Hareketleri**

Oca.03	10525,56591	1410,57	326,8	18.767,01	261,904
Şub.03	11300,19467	1370,90	336,57	18.662,40	248,302
Mar.03	10096,76048	1394,39	347,44	18.425,79	249,723
Nis.03	10915,44048	1554,86	363,82	17.192,27	239,425
May.03	10873,13857	1492,43	375,42	17.082,81	230,188
Haz.03	10924,96429	1379,28	385,98	16.367,22	214,292
Tem.03	10597,00652	1389,21	399,88	16.026,54	219,885
Ağu.03	11613,92571	1440,61	410,87	16.078,32	230,091
Eyl.03	12758,49727	1379,34	420,58	16.707,25	233,015
Eki.03	15044,70409	1457,08	433,34	17.049,31	229,55
Kas.03	15769,24000	1556,42	441,38	18.505,66	248,481
Ara.03	17326,58217	1609,16	450,5	18.788,66	263,488
Oca.04	18720,12000	1571,46	459,55	17.812,68	283,944
Şub.04	18418,73529	1512,84	468,68	17.302,41	284,616
Mar.04	19735,65826	1480,77	477,33	17.046,74	313,013
Nis.04	19254,03429	1446,97	485,17	17.680,39	307,778
May.04	17041,50200	1604,49	493,05	18.566,62	295,478
Haz.04	17289,45091	1699,58	501,41	18.680,10	285,931
Tem.04	18676,80545	1615,70	511,73	18.532,65	297,264
Ağu.04	19339,13286	1604,23	521,33	18.663,72	323,127
Eyl.04	21398,46455	1669,35	529,38	19.451,34	316,994
Eki.04	22327,70350	1693,99	538,16	20.003,58	343,891
Kas.04	22931,20200	1727,74	547,56	20.383,86	350,484
Ara.04	23719,49476	1720,53	555,45	19.934,20	327,23
Oca.05	26226,79474	1580,89	565,04	18539	293,37
Şub.05	27627,34350	1595,01	572,3	17942	288,42
Mar.05	26153,48130	1507,38	579,78	18181	301,67
Nis.05	24757,08143	1553,53	587,34	18478	314,93
May.05	24725,92143	1642,84	594,85	18726	307,19
Haz.05	26261,27682	1619,61	601,34	18366	314,32
Tem.05	28409,33857	1641,95	608,66	18236	303,50
Ağu.05	29303,71682	1604,98	616,19	18504	298,82
Eyl.05	32759,75409	1639,72	622,84	19133	307,87
Eki.05	32480,33333	1636,46	630,45	20238	325,43
Kas.05	35147,15450	1678,43	637,57	20234	341,89
Ara.05	38489,54273	1685,82	644,37	22372	375,08
Oca.06	43441,10765	1720,56	652,41	22520	378,82
Şub.06	45366,30900	1687,53	659,07	23289	404,2
Mar.06	43972,33304	1692,99	666,36	23771	442,26
Nis.06	43661,20850	1754,78	673,31	26879	521,09
May.06	40973,78864	1667,76	680,88	31368	604,26
Haz.06	34767,95909	1982,40	688,16	30550,5	551,25
Tem.06	35297,89143	2001,68	700,05	31713	545,79
Ağu.06	36941,01500	1950,25	710,69	30123	566,06

Ek-3 Devamı: İMKB 100 Endeksi, S&P 500 Endeksi, Hazine Bonosu, Altın ve Gümüşün Temmuz 1999-Aralık 2009 Dönemi Değer Hareketleri

Eyl.06	37477,25143	1951,41	720,22	28221	548,31
Eki.06	38487,46000	2076,42	731,01	27568	541,21
Kas.06	38929,36045	2028,25	741,06	28842	594,69
Ara.06	39010,89810	2042,35	751,03	28823	599,12
Oca.07	39740,55100	2025,90	764,33	28403	579,95
Şub.07	42869,76900	1969,69	773,83	29375	624,00
Mar.07	41850,22636	2001,85	784,73	29422	594,50
Nis.07	46017,62100	2047,60	796,55	29582	600,14
May.07	45577,52087	2106,29	808,5	28555	562,41
Haz.07	45666,89143	1964,43	818,89	27788	557,29
Tem.07	51643,53636	1888,94	830,41	27609	531,99
Ağu.07	48688,68636	1917,51	841,86	27760,89	519,93
Eyl.07	51346,15850	1975,77	852,35	28789	518,72
Eki.07	56261,73714	1857,71	865,55	29382	524,76
Kas.07	54340,71619	1729,38	876,52	30461	557,42
Ara.07	55297,21053	1726,06	887,85	30532	537,08
Oca.08	48662,10273	1602,70	899,5	32841	594,43
Şub.08	44680,25619	1544,86	910,07	35207	676,23
Mar.08	41450,19857	1611,84	921,98	38975	768,69
Nis.08	42216,68762	1826,48	933,11	37723	717,33
May.08	41536,56857	1780,86	946,17	35659	674,39
Haz.08	38311,21238	1561,09	959,61	35292	671,36
Tem.08	36798,94913	1557,86	974,65	36527	696,43
Ağu.08	41168,98714	1481,41	987,65	33479	549,55
Eyl.08	37103,31286	1375,02	1002,15	31938	488,95
Eki.08	28118,82400	1260,54	1014,29	38848	497,68
Kas.08	25224,86450	1363,09	1031,68	40248	512,94
Ara.08	25710,62421	1432,37	1047,38	42300,14	509,58
Oca.09	26016,89429	1263,02	1067,09	43332	568,92
Şub.09	24963,14900	1213,27	1077,31	50355	706,18
Mar.09	24113,93182	1370,26	1088,26	50845	719,05
Nis.09	28491,06857	1437,69	1100,64	45727	644,46
May.09	33852,98263	1451,87	1108,97	46652	695,82
Haz.09	35244,30773	1398,56	1118,66	47045	725,22
Tem.09	38315,93087	1505,48	1129,18	45589	650,21
Ağu.09	45478,55190	1491,74	1137,84	45511	658,38
Eyl.09	46533,55800	1582,66	1145	47851	786,28
Eki.09	49851,01000	1536,88	1152,07	49573	813,00
Kas.09	47015,25000	1635,89	1158,25	54670,44	843,13
Ara.09	50347,72652	1674,43	1165,91	55,778	859,41

Kaynak: İMKB 1000 : <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx> sf : 72 -165 (03.05.2010)
Hazine: <http://www.imkb.gov.tr/Data/BondsandBillsData.aspx> sf : 1 - 41 (03.05.2010)
Altın ve gümüş : <http://www.iab.gov.tr/Veriler/data/kmp.pdf> sf : 1 -52 (03.05.2010)
S&P500:
<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=GSPC&a=06&b=1&c=1999&d=11&e=31&f=2009&g=m>
s. 1-2 (03.05.2009)

KAYNAKÇA

Kitaplar

AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, 1994.

AKSOY, Ahmet ve Cihat Tanrıöven. **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları Ve Analizi**, 3. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007.

ALTAY, Erdinç. **Sermaye Piyasası'nda Varlık Fiyatlama Teorileri**, İstanbul: Derin Yayınevi, 2004

AMLING, Frederick. **Investment: An Introduction To Analysis And Management**, Prentice - Hall Inc., 1989.

APAK, Suudi ve Engin Demirel. **Finansal Yönetim Sermaye Piyasaları**, İstanbul: Papatya Yayınları, 2009.

AREN, Sadun. **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, Ankara: Savaş Yayınları, 1989.

AŞIKOĞLU, Rıza. **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1983.

AŞIKOĞLU, Rıza. **Yatırım ve Proje Değerlemesi**, 9. Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 827, 1996.

AYTER, Adil. **Kuyumculuk Meslek Bilgisi ve Mücevherat Sanatı**, İstanbul: Atasay Kuyumculuk San. Tic. Ltd. & Asgold Kuyumculuk San. ve Tic. A.Ş. Yayınları, 1996.

BABUŞÇU, Şenol ve Adalet, Hazar. **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**, Ankara: Akademi Yayınları, 2007.

BAHA, Mehmet Karan. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2001.

BAHTİYAR, Mehmet. **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6. Basım, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2009.

BEKÇİOĞLU, Selim. **Menkul Kıymet Analizleri ve Türkiye'deki Uygulama**, Ankara: 1983.

BEKÇİOĞLU, Selim. **Portföy Yaklaşımları ve Markowitz Portföy Yaklaşımının Türk Pay Senedi Piyasasına Uygulanması**, Ankara: 1984.

BERK, Niyazi. **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1995.

- BODIE, Kane Markus. **Investments**, Fifth Edition, Mcgraw-Hill Book Company, 2004.
- BOLAK, Mehmet. **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 4. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2001.
- BRIGHAM, Eugene F. ve Louis C. Gapenski. **Financial Management, Theory And Practice**, Ninth Edition, The Dryden Press, Fort Worth, 1999.
- CEYLAN, Ali ve Turhan, Korkmaz. **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, 3. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1998.
- CEYLAN, Ali ve Turhan, Korkmaz. **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Kitabevi, 2000.
- CHAMBERS, Nurgül. **Türev Piyasalar**, İstanbul: Beta Yayınları, 2007.
- CLENDENİN John C. ve George A., Christy. **Introduction To Investments**, Fifth Edition, Mc.Graw Hill Book Co., 2003.
- COMMINS, Kevin. **Gold Futures**, Irwin Professional Publising, 1996.
- ÇITAK, Serdar. **24 Ayarın Hikayesi-Altın**, Ankara: Destek Yayınları, 2006.
- DALGAR, Hüseyin. **Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, Ankara: 2007.
- DE JESUS, Prentiss S.. **The Development Of Prehistoric Mining And Metallurgy In Anatolia Part 1 & Part 2**, Oxford: BAR International Series, 1980.
- DOMANIÇ, Hayri. **Kıymetli Evrak Hukuku**, 2. Basım, İstanbul: 1975.
- DUNWIDDIE, Alan. **How To Invest In Gold And Silver**, Ad Publishing, 2008.
- ERGİNCAN, Yakup. **Sermaye Piyasası**, İstanbul: İmge Kitabevi, 2001.
- ERSAN, İhsan. **Ekonomik ve Mali Yapılanmaya Genel Bakış**, Vadeli İşlemler Piyasası Yayınları, 1996.
- ERSAN, İhsan. **Finansal Türevler**, İstanbul: Literatür Yayınları, 1998.
- FRANCIS, Jack Clark. **Investments, Analysis And Management**, Fifth Edition, New York: Mcgraw-Hill Book Company, 1991.
- GÖKÇE, Gamze. **Gayri Menkul Yatırım Fonları, Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları, Gayri Menkul Sertifikaları Ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi**, Ankara: T. C. Maliye Bakanlığı Milli Evrak Genel Müdürlüğü, 1998.
- GREEN, Timoty. **The World Of Gold, The Inside Story Of Who Mines, Who Markets, Who Buys Gold**, London: Rosendale Pres, 2006.

GÜVENÇ, Murat. **Altın Piyasasında Arz-Talep ve Aktörler**, İstanbul Altın Borsası Yayınları, Mart, 2006.

HOUGEN, Robert A.. **Modern Investment Theory**, Prentice Hall International Inc, 1998.

HULL, John. **Options, Futures And Other Derivatives**, Sixth Edition, A.B.D: **Prentice-Hall International, Inc, Pearsa Education**, 2005.

İAB. **Kıymetli Madenler ve Piyasaları**, İstanbul: İstanbul Altın Borsası Yayınları, 1999.

İAB. **Dünyada ve Türkiye’de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları-7, 2000.

İAB. **İstanbul Altın Borsası ve Kıymetli Madenler Mevzuatı**, İstanbul: İAB Yayınları No:8, 2001.

İAB. **Para Piyasası Enstrümanları**, İstanbul: İAB Yayınları, No:15, 2002.

İAB. **The Turkish Gold Market**, İstanbul Altın Borsası Yayınları, Yayın No: 10, 2001.

İAB. **Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası**, İstanbul: İAB Eğitim Yayınları, No:1, 1998.

İAB. **Türkiye Gümüş Piyasası ve Standart Dışı Altın İşlemleri**, İstanbul Altın Borsası Yayınları-6, 2000.

İMKB, **Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası**, İMKB Yayınları, 2000.

İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 11. Basım, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997.

İTO, **Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:19, 2006.

İNAM, Mehmet. **Sermaye Piyasası, Borsalar, Kurumlar, Araçlar, İşlemler**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2007.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Müdürlüğü, **Borsada İşlem Gören Fonlar (Exchange Traded Funds)**, Eylül 2002.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul: Eğitim İstanbul Yayınları, 2. Kitap, Ekim 1997.

KAÇAK, Nazif. **İçtihatlarla Bono**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2001.

KAPLAN, Kemal. **Türkiye’de Kuyumculuk ve Altın**, Ankara: TBMM Yayınları, 2004.

- KARAŞIN, Gültekin. **Sermaye Piyasası Analizleri**, Ankara: Sermaye Piyasası Yayın No: 4, 1986.
- KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, 5. Baskı, Bursa: Alfa Kitapevi, 2004.
- KAYAR, İsmail. **Kıymetli Evrak Hukuku**, 5. Basım, Ankara: Detay Yayıncılık, 2006.
- KILIÇ, Saim. **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2002.
- KONDAK, Nuray. **Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş**, İstanbul: Der Yayınları, 1999.
- KONURALP, Gürel. **Sermaye Piyasaları Analizler**. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, 2005.
- KOSARES, Michael J.. **The Abs Of Gold Investing**, Addicus Books, Omaha, Nebraska, 2005.
- KUBİLAY, Huriye. **Türk Hukukunda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları**, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Döner Sermaye İşletmesi Yayınları, 1998.
- LEUTHOLD, Reymond M., John C. Junkus and Jean E. Cordier. **The Theory And Practice Of Futures Markets**, Lexington Boks, 1989.
- MALONEY, Michael. **Guide to Investing in Gold&Silver**, Newyork: Business Plus, 2008.
- MEDURA, Jeff. **Financial Markets And İnstitutions**, Florida Atlantic University, 1989.
- MERIAN, Ernest. **Metals And Their Compounds In The Environment**, VCH Weinheim, 1991.
- MLADJENOVIC, Paul. **Precious Metals Investing**, 2008.
- NEUBERGER, Anthony. **Gold Derivatives The Market İmpact**, London: Business Schooll Report For The World Gold Council, 2001.
- RODOPLU, Gültekin. **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Nihad Sayar Eğitim Vakfı, İstanbul: Yaylım Matbaası, 1993.
- SAĞLAM, Mehmet Hakan. **Altın Dünyada ve Türkiye'de**, Scala Yayıncılık, 1993.
- SARIKAMIŞ, Cevat. **Sermaye Pazarları**, 3.Basım, İstanbul: Alfa Yayınları, 1998.

SEVİĞ, Veysi. **Altın Ticaretinde ve İşletmeciliğinde Uyulması Gereken Kurallar**, World Gold Council, Araştırma No:2, 1994.

SHARPE, W. F., G. J. Alexander and W.F. Bailey. **Fundamentals Of Invesments**, New Jersey: Prentice Hall, 1993.

SPALL, Jonathan. **Investing In Gold**, Mcgraw-Hill, 2009.

SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2**, Sermaye Piyasası Araçları, Ankara: Mart 2007.

Swiss Bank, **Gold, Myth And Reality**, Swiss Bank Corparation Pub., 1985.

ŞAKAR, S. Ünal. **Kurumları ve İşleyişi İle Sermaye Piyasası**, Eskişehir: Eğitim ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, No:143, 1998.

ŞAKAR, S. Ünal. **Sermaye Piyasası**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları, No:109, 1997.

ŞENER, Nedim ve Vedat Akman. **Altın**, İstanbul: Dünya Yayınları, 1994.

TANÖR, Reha. **Halka Arz**, 2. Cilt, İstanbul: Beta Yayınevi, 2000.

TEVFİK, Arman. **Risk Analizine Giriş**, İstanbul: Alfa Aktüel Kitabevleri, 1997.

TEVFİK, Güman. **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları**, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995.

TOPCU, Ayhan. **Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**, İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2010.

TUFAN, Ekrem. **Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2001.

TUNCER, Selahattin. **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul: Okan Yayıncılık, 1985.

TURK James and John Rubino. **The Collapse Of The Dolar And How To Profit From It**, Broadway Business, 2007.

Türk Ticaret Kanunu, Hukuk Cep Kitapları Dizisi, 23. Basım, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2010.

UĞUZ, Murat. **Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi**, İstanbul: 1990.

UZUNOĞLU, Sadi. **Para ve Döviz Piyasaları**, 3. Basım, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2007.

ÜLGEN, Hüseyin, Arslan Kaya, Mehmet Helvacı ve Abuzer Kendigelen. **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6. Basım, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.

ÜNAL, Targan. **Gelişmekte Olan Piyasalar ve Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları, No. 7, 1995.

YANIK, İsmail. **Altın Piyasaları**, Ankara: TBMM Yayınları, 2008.

YAŞAROĞLU, Ömer Faruk. **Yetkili Müesseseler ve İstanbul Altın Borsası Aracı Kurumları Mevzuat Rehberi**, İstanbul: İAB Yayınları, 2002.

YILMAZ, Mustafa Kemal. **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, İstanbul: Der Yayınları, 2002.

YÖRÜK, Nevin. **Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’ de Test Edilmesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2000.

YÜKSEL, Ali Sait ve Gültekin, Rodoplu. **Sermaye Piyasası**, İstanbul: Formül Matbaası, 1980.

ZARAKOĞLU, Avni. **Ekonomi İlminin Temel İlkeleri**, Ankara: A.Ü. Hukuk Fakültesi Yayını, 1982.

Sürelî Yayınlar

AYTOĞLU, Kaan Rasim. “Yastık Altından 10 Milyar Dolar Çıkacak”, **Finans Dünyası Dergisi**, 1997.

“Altın Fiyatları”, **Capital Guide Dergisi**, Ocak 2004.

Dünya Gazetesi, “Dünya Altın Üretimi Azalıyor”, 3 Ekim 1996.

“Finansal Risk Yöntemi”, **ASOMEDYA Finans Dergisi**, Ocak 2001.

GFMS Gold Survey, Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, 2007.

Haber Türk, “Hindistan 200 Ton Aldı, Altın 1085 Doları Geçti”, 4 Kasım 2009.

“İDMMİB”, **JTR Bülten**, Mart 2010.

“İstanbul Altın Borsası, Türkiye’de Altın Piyasası”, **İstanbul Altın Borsası Raporu**, İstanbul: 2003.

KAZGAN, Gülten. “Petrol Krizi Sonrası Dönemde Altının Dünyada ve Türkiye’de Reel Getirisi”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 38, Sayı:1, Ocak 2001.

KORUYAN, Adil, “Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerine Etkisi”, **Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan**, SPK Yayınları, No:54, 1996.

SCHOT, John W.. “Premier For Investor Behavior”, **Psychology Today**, Vol: 31, February, 1998

SHARPE, W. F. “Asset Allocation: Management Style And Performance Measurement”, **The Journal Of Portfolio Management**, Vol: 18, 1992.

SOYDEMİR, Selim. “Kurumsal Yatırımcı Olarak Yatırım Fonları ve Ortaklıkları”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 85-86, 1993.

Tezler

ACAR, Osman. “1980 Sonrası Dönemde Türkiye’de Altın Piyasası ve Türkiye’de Altın Piyasasının Gelişimi İçin Bir Model Önerisi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2004.

RASMUSSEN, Scott. “Going long with baskets: A Cost-Benefit Comparison of Exchange Traded Funds and Index Mutual Funds”, **Economics Honors Thesis**, Stanford University, December 2002.

Seminer ve Konferanslar

“A Guide To Investing In Gold”, **World Gold Council**, 23 February 2003.

“İslam Konferansı Teşkilatı Dünya Altın Piyasası ve Altında İslam Ülkeleri Arası İşbirliği İmkânları”, **Sektörel Uzmanlar Grubu Toplantısı**, İstanbul-Türkiye, 1-3 Eylül 1997.

UZUN, Handan. “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları”, **Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları**, İstanbul, 2005.

Kanun ve Tebliğler

10.05.1997 tarihli ve 22985 sayılı Resmi Gazete.

Borçlar Kanunu, mad.126, (818 S.K.), Resmi Gazete, 359.

Sermaye Piyasası Kanunu No: 2499 Madde 37 - (Değişik madde: 29/04/1992 - 3794/27 md).

Sermaye Piyasası Kanunu Seri VI, No:4, Resmi Gazete, 21301.

Sermaye Piyasası Kanunu, m.35–36, Tebliğ, Seri VI, No:4, m.3.

Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul, 2005.

SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII, No: 10 Bölüm 1 Md. 5 (a-1).

SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII, No: 10 Bölüm 1 Md. 8-14.

SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları -2, **Sermaye Piyasası Araçları**, Ankara, Mart 2007.

Türk Ticaret Kanunu m.199–419 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md 409 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md. 688 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md. 689 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md. 690 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md. 691(6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md.399 (6762 S.K.) (Değişik birinci fıkra: 9.12.2004 – 5274/1 md.).

Türk Ticaret Kanunu, md.402 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md.416 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md.417 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

Türk Ticaret Kanunu, md.469 (6762 S.K.), (09.07.1956, 9353 Sayılı Resmi Gazete).

İnternet Kaynakları

Akbank B Tipi Altın Fonu, <http://www.akportfoy.com.tr/t/spk/malitablolar/afo.pdf> (10.10.2009).

Altın, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Altın> (01.08.2009).

Altın Çek Hesabı, http://www.kuveytturk.com.tr/tr/BireyselBankacilik_HesapTurleri_AltinCek.aspx (10.10.2009).

Altın, Gümüş, Platin Bonolar Geliyor, 2009, <http://www.porttakal.com/haber-altin-gumus-ve-platin-bonolar-geliyor-97608.html> (19.01.2010).

- Altın Sertifikaları*, http://en.wikipedia.org/wiki/gold_certificate (01.09.2009).
- Altın Sertifikası*,
[http://www.usrarecurrency.com/1922\\$100GoldCertificateN1846693.htm](http://www.usrarecurrency.com/1922$100GoldCertificateN1846693.htm) (01.09.2009).
- Altın Sertifikaları*, http://www.invest.gold.org/sites/en/how_to_invest/gold_certificates (01.09.2009).
- Altın Üretim Yüzdeleri*, 2009, <http://www.goldsheetlinks.com/production.html> (17.08.2009).
- Altın ve Gümüş*, <http://www.iab.gov.tr/Veriler/data/kmp.pdf> (03.05.2010).
- Ağırlıklı Altın Fiyat Ortalamaları*, 2009, <http://www.iab.gov.tr/veriler.asp#veri03> (12.08.2009).
- Ağırlıklı Gümüş Fiyat Ortalamaları*, <http://www.iab.gov.tr/veriler.asp#veri03> (12.08.2009).
- Akbank B Tipi Altın Fonu*, 2010, <http://www.akportfoy.com.tr/t/spk/afo.asp> (12.01.2010).
- ATO'dan Altın Sertifikası Önerisi*,
<http://www.atonet.org.tr/tukce/bulten/bulten.php3?sira=75> (10.01.2010).
- A European Commission Concentration Decision Regarding to Platinum Companies*, 24 Nisan 1996, http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m619_en.pdf, (20.08.2009).
- Bankalardan Alternatif 'Altın' Hesapları*, 2009, <http://www.porttakal.com/haber-bankalardan-alternatif-quot-altin-quot-hesapları-236089.html> (02.10.2009).
- COMEX Gold Trust*, http://us.ishares.com/product_info/fund/overview/IAU.htm (23.01.2010).
- COMEX Silver Trust*, http://us.ishares.com/product_info/fund/overview/SLV.htm (23.01.2010).
- Çanak Stratejisi*, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_turev_araclar.pdf (28.11.2009).
- Çit Stratejisi*, http://www.tspakb.org.tr/trPortals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_turev_araclar.pdf (28.11.2009).
- Dar ve Tam Mükellefler*,
<http://www.vergiportali.com/Content.aspx?Type=BulletinD&Id=268> (07.09.2009).
- Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonu*,
<http://www.hissefinans.com/fb/f.asp?FonID=25> (18.11.2009).

Finansbank B Tipi Borsa Yatırım Fonu,
http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/malitable_GOLDIST.pdf (16.01.2010).

Finansman Bonoları,
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf>
(23.11.2009).

Fortis Bank Altın Hesabı, http://www.fortis.com.tr/bireysel/altin_hesabi.jsp
(17.10.2009).

Garanti Bankası A.Ş B Tipi Altın Fonu, <http://www.garanti.com.tr/yatirim/yf/f12.html>
(10.10.2009).

Gold Survey 2006, Gold Fields Mineral Services,
<http://www.goldsheetlinks.com/production.html> (23.01.2010).

Gümüş, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Gümüş> (19.08.2009).

Gümüş Sertifikaları, http://en.wikipedia.org/wiki/silver_certificate (01.09.2009).

Halkbank Vadesiz Altın Hesabı, <http://www.halkbank.com.tr/channels/1.asp?id=1598>
(18.01.2010).

Hazine, <http://www.imkb.gov.tr/Data/BondsandBillsData.aspx> (03.05.2010).

Hisse Senedi Satım Talimatları, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253>
(12.12.2009).

Hsbc Bank B Tipi Altın Fonu,
http://www.hsbc.com.tr/tr/yatirim/yatirim_fonlari/ksb.asp?F=3 (13.01.2010).

http://download.garanti.com.tr/yatirim_fonlari/ictuzuk/b_altin.pdf (10.10.2009).

http://www.denizbank.com/TR/Bankacilik/Bireysel_Bankacilik/Mevduat/AltinHesap.htm
(17.10.2009).

http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/ictuzuk_gold.pdf (12.10.2009).

http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/izahname_gold.pdf (12.10.2009).

http://www.garanti.com.tr/bankacilik/bireysel/mevduat_urunleri/birikimli_altin_hesabi.html
(17.10.2009).

http://www.garanti.com.tr/bankacilik/bireysel/mevduat_urunleri/vadesiz_altin_hesabi.html
(17.10.2009).

http://www.hsbc.com.tr/tr/bireysel/hesaplar/altina_endeksli_mevduat.asp (19.10.2009).

http://www.hsbc.com.tr/tr/yatirim/yatirim_fonlari/_pdf/Fonun_Amaci_HBF.pdf
(17.10.2010).

<http://www.imkb.gov.tr/products/stocksmain/stockpricedefinitions.aspx> (22.02.2010).

<http://www.invescopowershares.com/products/overview.aspx?ticker=DGL>
(23.01.2010).

<http://www.invescopowershares.com/products/overview.aspx?ticker=DBS>
(23.01.2010).

http://www.isbank.com.tr/content/TR/Yatirim_Hizmetleri/Altin/Yatirim_Hesabi_Altin_Islemleri-591-7.aspx (17.10.2009).

http://www.kuveytturk.com.tr/tr/BireyselBankacilik_HesapTurleri_AltinaAltinHesabi.aspx (17.10.2009).

www.miibf.com/files/Vergi%20Uygulamalan%20Final%20Soru-Cevap.doc
(18.10.2009).

http://www.profunds.com/ProFundsProfiles/FundID_415/Precious_Metals/Profile.fs
(25.10.2009).

http://www.rydexsg.com/products/mutual_funds/info/ShareClass.rails (25.10.2009).

http://www.rydex-sgi.com/products/mutual_funds/info/overview.rails?cusip=783554207 (23.01.2010).

http://www.sekeryatirim.com/Dosyalar/Fon/Seker_Yatirim_B_Tipi_Altin_Fonu_Izahname.pdf (12.10.2009).

<http://www.sekeryatirim.com/popup/SurekliBilgilendirmeFormu.aspx?Tip=5>
(12.10.2009).

<http://www.teb.com.tr/Bireysel/AltinDepohesabi.aspx> (17.10.2009).

<http://www.tebyatirim.com.tr/pdf/5111920071002.pdf> (12.10.2009).

<http://www.vakifbank.com.tr/b-tipi-altin-fon.aspx> (12.10.2009).

http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/yatirim_fonu_izahnamesi/yf10izh.pdf
(12.10.2009).

<http://www.vaneck.com/index.cfm?cat=3192&cGroup=ETF&tkr=GDX&LN=3-02#>
(23.01.2010).

<http://www.vergiturk.com/ack/intifasenedi.html> (01.06.2010).

<http://personal.vanguard.com/us/FundsSnapshot?FundId=0053&FundIntExt=INT>
(24.10.2009).

İ.A.B. Ödünç Piyasası Yönetmeliği, <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/20436.html>
(11.01.2010).

İMKB 1000, <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx> (03.05.2010).

İridyum, <http://tr.wikipedia.org/wiki/İridyum> (19.08.2009).

İşte Türkiye'nin Altın Rezervi, 2010, <http://www.bugun.com.tr/haber-detay/92661-iste-turkiye-nin-altin-rezervi-haberi.aspx> (13.02.2010).

Kelebek Stratejisi, 2009, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTurEduDocstim2005.Pdf> (23.12.2009).

Kıymetli Maden Fiyat Hareketleri, 2010, <http://www.kitco.com/charts> (12.01.2010).

Koza Altın Başvuruda Bulundu, <http://www.ekonomiborsa.com/koza-altin-halka-arz-icin-basvuruda-bulundu.html> (10.01.2010).

Koza Altın halka arz edildi,
http://www.hebervaktim.com/haber/107368/koza_altin_halka_arz_edildi%C2%A0.html
(13.02.2010).

Midas Kıymetli Madenler Yatırım Fonu,
<http://quote.morningstar.com/fund/f.aspx?t=midsx> (11.01.2010).

Midas Mutual Funds, <http://www.midasfunds.com/MidasFund.html> (26.10.2009).

Osmium, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Osmiyum> (19.08.2009).

Paladyum, <http://ansiklopedi.turkcebilgi.com/Palladyum> (20.08.2009).

Platin, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Platin> (28.08.2009).

Platin, Los Alamos National Laboratory Platin (İng),
<http://periodic.lanl.gov/elements/78.html> (19.08.2009).

Platinin Tarihçesi, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Platin#Tarihcesi> (19.08.2009).

Pert Madeni Altın Miktarı, <http://www.marketskeptics.com/2009/02/warning-about-perth-mint-gold.html> (09.11.2009).

Perth Mint Gold Certificates, <http://www.silverandgold.biz/gold+certificates/>
(20.10.2009).

Pergel Stratejisi, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_turev_araclar.pdf (28.11.2009).

Portföy Yönetimi, <http://www.hisseniz.com> (15.05.2010).

PowerShares DB Precious Metals Fund, <http://www.invescopowershares.com/products/overview.aspx?ticker=DBP#indexweights> (23.01.2010).

Rodyum, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Rodyum> (19.08.2009).

Rutenyum, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Rutenyum> (19.08.2009).

Rydex Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu, http://www.rydex-sgi.com/products/mutual_funds/info/holdings.rails?cusip=78355E262 (18.01.2010).

Sentetik Pozisyonlar, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_turev_araclar.pdf (28.11.2009).

SPDR Gold Shares,
<https://www.spdrs.com/product/fund.seam?ticker=GLD> (23.01.2010).

S&P500,
<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=GSPC&a=06&b=1&c=1999&d=11&e=31&f=2009&g=m> (03.05.2009).

TEB B Tipi Altın Fonu, <http://www.tebyatirim.com.tr/pdf/5111620090825.pdf> (15.01.2010).

Tocqueville Kıymetli Madenlere Dayalı Yatırım Fonu,
http://www.tocquevillefunds.com/pdfs/Gold_Fund_FS_3Q09.pdf (10.01.2010).

Tocqueville Mutual Funds,
http://www.tocquevillefunds.com/gf_overview.html (23.10.2009).

Usfunds Kıymetli Madenler Yatırım Fonu,
<http://www.usfunds.com/media/files/pdfs/fundfactsheets/CurrentSheets/USERX.pdf> (12.01.2010).

Vadeli İşlem Opsiyon Borsası, [http://www.vob.org.tr/\(bilgilendirme\)](http://www.vob.org.tr/(bilgilendirme)) (11.01.2010).

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası,
<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTurEduDocstim2005.pdf> (23.12.2009).

Vadeli İşlem Opsiyon Borsası, VOB Yatırımcı Rehberi, Ocak 2009,
<http://www.vob.org.tr> (28.11.2009).

Vakıflar Bankası B Tipi Altın Fonu,
http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/yatirim_fonlari_mali_tablolar/yf10yillik.pdf (16.01.2010).

Vanguard Kıymetli Madenler Yatırım Fonu,
<https://personal.vanguard.com/us/FundsQuarterEndHoldings?FundId=0053&FundIntExt=INT> (11.01.2010).

Vergi Mükellefi, <http://www.vergiturk.com/ack/kvkmd11ack.htm> (08.09.2009).

VOB Altın Sözleşmesi, <http://www.vob.org.tr> (14.10.2009).

Yapı Kredi Bankası Altın Hesabı, [http://www.yapikredi.com.tr/tr
TR/bireysel_bankacilik/hesaplar/altin_mevduati.aspx](http://www.yapikredi.com.tr/tr/TR/bireysel_bankacilik/hesaplar/altin_mevduati.aspx) (17.10.2009).