

AZERBAYCAN CUMHURİYETİ EĞİTİM BAKANLIĞI
AZERBAYCAN DEVLET İKTİSAT ÜNİVERSİTESİ
TÜRK DÜNYASI İŞLETME FAKÜLTESİ

LİSANS BİTİRME TEZİ

SERMAYE YATIRIM PROJELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ
VE RİSK ANALİZİ

Hazırlayan

Mehdi BAXŞIYEV

1317.01004

BAKÜ-2017

AZERBAYCAN CUMHURİYETİ EĞİTİM BAKANLIĞI
AZERBAYCAN DEVLET İKTİSAT ÜNİVERSİTESİ
TÜRK DÜNYASI İŞLETME FAKÜLTESİ

LİSANS BİTİRME TEZİ

SERMAYE YATIRIM PROJELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ
VE RİSK ANALİZİ

Hazırlayan

Mehdi BAXŞIYEV

1317.01004

Danışman

Dr. Nurhoca AKBULAEV

BAKÜ-2017

ÖZET

Yatırım, şirketlerin sahip oldukları kaynaklarını kar elde etmek amacı ile kullanması işlemidir. Şirketler bu kaynaklarını kullanmadan önce, yatırımın karlı olup olmayacağını tahmin etmek amacıyla yatırım projeleri hazırlarlar ve bu projelerden birini seçerek, ona uygun hareket ederler. Günümüzde hangi yatırım projesinin daha faydalı olacağını belirlemek için; geleneksel yatırım projeleri değerlendirme yöntemleri kullanılmaktadır. Bu değerlendirme yöntemleri riski dikkate alan ve almayan yöntemler olarak ikiye ayrılırlar. Bu yöntemlerden en çok tercih edilenleri ve gerçeğe en yakın sonuçların alındığı yöntemler riski dikkate almayan yöntemlerdi. Fakat bu yöntemler yetersiz kalmaya başlamıştır. Bunun birçok sebebi vardır. Bunlardan bazıları; teknolojinin çok çabuk değişmesi, günümüzün ekonomi dünyasında küreselleşme sonucunda uluslar arası sınırların kalkması, rekabet ortamının çok yoğun olması ve benzeri değişik birçok çeşit risklerin ortaya çıkmasıdır.

Geleneksel yatırım projeleri değerlendirme yöntemleri günümüzün ekonomik koşullara uyum sağlamakta zorluk çektiği, esnek olamadığı ve sonuç olarak yetersiz kaldığı için araştırmacılar tarafından riski dikkate alan yöntemler ortaya çıkarılmıştır.

Bu çalışmada sermaye, yatırım projeleri ve risk kavramları tanımlanmış; yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan geleneksel yöntemlerle birlikte riski dikkate alan yöntemler de incelenerek; bir yatırım projesi üzerinde uygulama çalışması yapılmıştır.

İÇİNDEKİLER

TUTANAK	i
ÖZET.....	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ.....	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YATIRIM PROJELERİ DEĞERLENDİRİLMESİ

1.1. SERMAYE KAVRAMI	2
1.1.1. Sermaye Piyasası	2
1.2. YATIRIM PROJELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	17
1.2.1. Yatırımın Tanımı	17
1.2.2. Proje Kavramı Ve Kapsamı	18
1.2.3. Yatırım Projesi Kavramı.....	19
1.2.5. Yatırım Projesi Türleri.....	21
1.2.7. Proje Değerlendirme Yöntemleri.....	23

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL RİSK ANALİZLERİ

2.1. RİSK KAVRAMI	33
2.2. YATIRIM ZAMANI KARŞILAŞILABİLEN RİSK TÜRLERİ .35	
2.2.1. Piyasa Riski.....	35
2.2.2. Operasyonel Risk.....	46
2.2.3. Yönetim Riski	49
2.2.4. Ülke Riski	52

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM PROJELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİNDE

BİR ÖRNEK UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN TANIMI VE KAPSAMI.....	55
--	----

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI	55
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ UYGULANMASI	56
3.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI.....	59
3.4.1. Mali Tabloların Değerlendirilmesi	59
SONUÇ.....	70
KAYNAKLAR	73

KISALTMALAR

BİST	Borsa İstanbul
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
IIAC	Investment Industry Association of Canada
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
İVO	İç Verim Oranı
NBD	Net Bugünkü Değer
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. İşletmenin En Son 3 Dönem Bilanço Aktif Hesapları.....	64
Tablo 2. İşletmenin En Son 3 Dönem Bilanço Pasif Hesapları.....	65
Tablo 3. İşletmenin En Son 3 Dönem Gelir Tablosu.....	66
Tablo 4. “ABC” A.Ş. ’nin Gelir Tablosu.....	67
Tablo 5. “ABC” mak. San. Ve tic. A.ş’nin 2012-2013-2014 Yılı Mali Tablolar Analizi.....	68
Tablo 6. “ABC” mak. San. Ve tic. A.ş’nin 2012-2013-2014 Yılı Likidite, Finansal Yapı, Aktivite Ve Karlılık Rasyoları.....	69

GİRİŞ

Her gün yeni bir şeylerin ortaya çıktığı, uluslararası sınırların kalktığı, hızla büyüyen ve bunların sonucunda da rekabet ortamının yoğun olduğu günümüzün ekonomi dünyasında; şirketlerin büyümeleri ve yeni yatırım projelerine karar vermeleri çok büyük önem taşımaktadır. Çünkü yatırım projeleri kararları, şirketlerin çok büyük kazançlar elde etmelerinin yanında sonlarını da hazırlayabilmektedir. Bu nedenle şirketler yatırım projeleri kararlarını alırken, yatırım projelerini değerlendirme aşamasına çok büyük önem vermeye başlamışlardır. Bu yatırım projelerini değerlendirme aşamasındaki en önemli husus, yatırım projesinin maliyetini ve getirisini gerçeğe en yakın biçimde hesaplamak, yani yatırım projesinin analizini en doğru biçimde yapmak olmuştur.

Bu çalışmanın birinci bölümünde, sermayenin ve yatırım projelerinin genel bir tanımlaması yapılmış, sermaye piyasasının araçları, sermaye piyasasının bölümleri, yatırım projelerinin özellikleri, yatırım projelerinin türleri açıklanmış ve geleneksel yatırım projeleri değerlendirme yöntemleri örneklerle açıklanmıştır.

İkinci bölümde, riskin genel bir tanımlaması yapılmış ve yatırım zamanı ortaya çıkabilecek risk türleri belirtilmiştir.

Son bölümde ise; yatırım yaptığını varsaydığım bir hayali şirketin uygulamalı risk analizi yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YATIRIM PROJELERİ DEĞERLENDİRİLMESİ

1.1. SERMAYE KAVRAMI

Finans ve ekonomi biliminde sermayenin tanımı birbirinden farklıdır. Ekonomi biliminde sermaye; mal üretmek amacıyla kullanılan makine, fabrika gibi fiziksel araçlar olarak tanımlanmaktadır. Finans piyasalarında sermaye ise; para ve paraya çevrilebilen hisse senedi, tahvil ve bono gibi finansal ürünler olarak ifade edilir. Finans piyasalarında işlem yapan yatırımcılar için sermaye kavramı bir hayli önemlidir. Çünkü sermaye bir yatırım için olmazsa olmazdır. (www.anapara.com/sermaye-nedir 03.02.2017)

1.1.1. Sermaye Piyasası

Çalışmanın birinci bölümünde finansal piyasaların tanımı ve sermaye piyasalarının finansal piyasalardaki ve ülke ekonomilerindeki işlevleri incelenmiş ve sermaye piyasası araçlarının tanımları ve özellikleri araştırılmıştır.

1.1.1.1. Finansal Piyasalar

Mali yapı, piyasalarda fon arz ve talebini oluşturan, fonları zaman, miktar, vade ve kişiler bakımından kullanılabilir duruma getirme fonksiyonu gören bir sistemdir (Akdiş, 2000:5). Ekonomik açıdan piyasa, arz ve talebin karşılıklı olduğu ve alım satımın yapıldığı yer anlamında kullanılmaktadır (BİST, 2003:1).

Finansal Piyasalar ise, üretim faktörleri piyasalarının bir bölümü olup finansal varlıklara ilişkin piyasalardır (Sayılır, 2012:3). Finansal piyasalar fon ihtiyacı olan birimlerde fon fazlası olan birimlerin karşılaştığı ve fon alışverişinin gerçekleştiği piyasalardır (Ertuğrul 2010:4). Bir başka tanıma göre ise kredi kullananlar ile kredi sunanların arasındaki ilişkileri düzenleyen, akışı gerçekleştiren yatırım ve finansman araçları ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya ise finansal piyasa denir (TSPAKB, 2004:1).

1.1.1.2. Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasasının sözlükteki anlamına bakıldığında; orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa olarak açıklanmaktadır. (Aytekin, 2010:743)

Sermaye Piyasası Kanununun da ise; “ Sermaye piyasası orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların, menkul kıymetlerin alım satımı, dolayısıyla tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasını sağlayan kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı kurum ve yardımcı kuruluşlarda oluşan modern finansman sisteminin adıdır.” (Kara, 1990:1)

Bu piyasayı farklı bir noktadan tanımlamak istersek eğer, dar anlamda; sermaye piyasası hisse senedi ve tahvillerin alınıp satıldığı piyasayı ifade ederken, geniş anlamda ise; sermaye piyasası tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesini sağlayan mekanizmayı ifade etmektedir. (Öngüt, 2000:4)

Sermaye piyasasında yatırımcılar, birikimlerini belli bir getiri beklentisi ile yatırım araçlarında değerlendirirler. Girişimciler ise hisse

senedi veya borçlanma senedi ihraç ederek finansman ihtiyaçlarını karşılarlar. Tüm bu işlemler aracı kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleşmektedir.

(www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_yatirim_yaparken.pdf 03.02.2017)

Sermaye piyasasındaki fon akışkanlığı, bir takım araçların fon alım satımı yoluyla el değiştirmesi sayesinde sağlanmaktadır. Sermaye piyasasının bu araçlarına “sermaye piyasası araçları” veya “menkul kıymet” denilmektedir. Bu menkul kıymetler, hisse senedi, tahvil ve türevleridir. (Apak, 2004:128)

Sermaye piyasaları örgütlü piyasalardır, bu nedenle bünyesinde bir takım elemanlar bulunmaktadır. Bunlar:

- Piyasaya orta ve uzun vadeli fon sağlayan ihraççı kurumlar
- Fonları menkul kıymet vasıtası ile yatırıma yönlendiren talepçi kurumlar
- Tasarrufları ile fon ihraç eden kurumlarla, bu fonları talep eden kuruluşları bir araya getiren aracı kuruluşlar
- Tüm bu fon transferlerini düzene bağlayan idari ve hukuksal düzenlemelerdir. (www.ulusaltezmerkezi.com/turkiyede-sermaye-piyasalarinin-gelismesinde-vergilendirmenin-rolu-ve-onemi/21/ 03.02.2017)

1.1.1.2.1. Sermaye Piyasalarının Bölümleri

Sermaye piyasaları menkul kıymet ihracına bağılı olarak farklı bölümlere ayrılır:

•Birincil Piyasalar - Birincil Piyasa menkul kıymetlerin yaratıldığı yerdir. Bu piyasada şirketler ilk kez yeni hisse senetleri ve tahvil satıyorlar. Bizim amaçlarımız için birincil pazarı, bir halka arzın gerçekleştiği pazar olarak düşünebilirsiniz. Basitçe söylemek gerekirse, halka arz, özel bir şirket ilk kez halka arz ettiği zaman gerçekleşir. Birincil pazar, hükümetlerin veya kamu sektörü kurumlarının tahvil teklifleri yoluyla para topladığı pazardır. Birincil piyasa hakkında anlaşılması gereken en önemli şey, menkul kıymetlerin doğrudan ihraç eden bir şirketten satın alınmasıdır. (www.investopedia.com/articles/02/101102.asp 04.02.2017)

•İkincil Piyasalar – İkincil Piyasa daha önceden Birincil Piyasa`dan alınmış menkul kıymetlerin yeniden alınıp satıldığı piyasalardır. İkincil Piyasa`da gerçekleşen işlemlerde menkul kıymeti ihraç eden şirkete kaynak girişi yoktur. Birincil Piyasa daha çok Organize Olmamış Piyasalarda çalışırken, İkincil Piyasa işlemleri genellikle borsada gerçekleşmektedir. (Mazgit, 2011:18)

•Üçüncül Piyasalar – Üçüncül Piyasa borsaya kayıtlı hisse senetlerinin borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşan piyasadır. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri`nde (ABD) yaygın olan ve “tezgah üstü” (over the counter) olarak adlandırılan bu tür piyasalarda alım ve satım işlemi belli bir mekana ve zamana bağılı olmadan gerçekleştirilmektedir. Bu piyasaların yapısı, organize olmayan sermaye piyasası ile benzerdir. Piyasadaki aracılar için, her yer bir pazar niteliğini taşımaktadır. Aracılar, borsaya kayıtlı

olan büyük menkul kıymet stoklarına sahiptirler. Dolayısıyla bu piyasadaki aracılar, organize borsadaki acentelerin rakibi durumundadırlar. Bu rekabet, acentelerin komisyonlarının düşmesine neden olabilir. (Aksoy, 2011:6)

•Dördüncül Piyasalar – Dördüncül Piyasa finansal yatırımcılar arasında (yatırımcıdan yatırımcıya) doğrudan menkul kıymet aktarımlarının blok alıcı ve satıcılar arasındaki iletişim ağı ile çalışan, piyasalardır. Burada blok deyimi ile tek işlem de büyük sayıda hisse senedinin örneğin 10.000 adet ya da fazlasının aktarıma konu olduğu belirtilmektedir.

(www.enm.blogcu.com/sermaye-piyasasi-nedir-10/2656518
07.02.2017)

1.1.1.2.2. Sermaye Piyasalarının Önemi ve Ekonomideki Yeri

Bir piyasa ekonomisinde, sermaye piyasasının rolü çok önemlidir. Parasal kaynakların para tasarrufu sağlayanlardan sermayeye ihtiyacı olan kişilere etkin bir şekilde aktarılabilmesi için, sermaye piyasasının iyi işleyişi çağdaş ekonomide yaşamsal önemdedir ve daha iyi bir kullanım sunmayı başarır, Sermaye piyasası yatırım kararlarının kalitesini önemli ölçüde etkileyebilir. Ekonomide mevcut olan geçici sermayelerin toplanması, belirli bir anda yetersiz veya etkin biçimde kullanılmayanların yeniden tahsisi ve hatta bazı sektörel yeniden yapılandırmaların lehine olması sermaye piyasasının birçok ülkenin ekonomisinde yerini belirtir. Para birikimi olan aracılar ile parasal fazlalıkları olan aracılar arasındaki doğrudan temas (doğrudan finansman), aynı zamanda herhangi bir finansal aracılık formu (dolaylı

finansman) vasıtasıyla gerçekleşebilir. Bu durumda, finansal aracilar bankalar, yatırım fonları, emeklilik fonları, sigorta şirketleri veya diğer banka dışı finansal kuruluşlar olabilir. Sermaye piyasası, parasal açıdan mevcut satın alma gücünün, fon fazlası olan şirketlerden, gelecekte daha büyük bir satın alma gücünün geri ödenmesi karşılığında, açık olanlara olan transfer işlevini yerine getirir; Böylece sermaye piyasası sayesinde tasarruf hareketini yatırımdan ayırmak mümkün hale gelir. Buna ek olarak, sermaye piyasası mekanizması, bir ekonomide belirli bir anda mevcut finansal kaynakların pazarın bakış açısına göre verimli bir şekilde tahsis edilmesine değil, aynı zamanda yatırımcının noktasından geri dönüş ve riske göre fon tahsisine izin verir (farklı kârlılık-risk özelliklerine sahip, tasarruf veya risk kaplamaya uygun çok çeşitli mali araçlar sunmak). Değişik operasyonların, piyasa emirlerinin veya türev araçların yardımıyla gerçekleşebilecek riskin kapsanması, sigortacılığın risklere, sermaye piyasalarının özel işlevine göre fonksiyonunu tanımlar. Sermaye piyasası, yatırımcıların (çeşitlendirilebilir riskin) arasında, her birinin de üstlenmeye istekli oldukları ölçü ile aynı şekilde risk dağılımına izin verir. İhraççıların bakış açısına göre, faaliyetlerinin gelişmesi veya açılması için gerekli para, teorik olarak bankacılık pazarının yardımıyla elde edilenlerden daha az erişilebilir maliyetlerle sermaye piyasası yardımıyla harekete geçirilebilir Veya diğer finansal aracilar tarafından sunulabilir. (Stoica, 2011:1-3)

1.1.1.2.3. Sermaye Piyasası Araçlarının Tanımı ve Özellikleri

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.

Menkul kıymetler;

- ✓ Ortaklık ve alacaklık sağlayan,
- ✓ Belli bir tutarı temsil eden,
- ✓ Yatırım aracı olarak kullanılan,
- ✓ Dönemsel gelir getiren,
- ✓ Misli nitelikte,
- ✓ Seri halinde çıkarılan,
- ✓ İbareleri aynı olan ve
- ✓ Şartları Sermaye Piyasası Kurulunca Belirlenen

kıymetli evraktır. Hisse senedi ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetlere, tahvil de alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetlere örnek olarak gösterilebilir.

Menkul kıymet dışında kalan ve şartları Kurul`ca belirlenen diğer evraklarda diğer sermaye piyasası araçlarını oluşturur. Nakit, çek, poliçe, bono ve mevduat sertifikası sermaye piyasası aracı değildir. (SPK, 2007:4)

1. Hisse Senedi - sermayesi paylara bölünmüş şirketler tarafından çıkarılan, ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden, payların dolaşımını sağlayan ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak hazırlanan kıymetli evrak olarak tanımlanmaktadır. (Kaygusuz, Aslan, Kepçe, 2013:150)

Hisse senetleri ortaklığın tescil edilmesinden sonra çıkarılır. Daha önce çıkarılan hisse senetleri hükümsüzdür. Ortaklığın sermaye artırımına gitmesi halinde de durum aynıdır. Ortaklar tarafından istenmedikçe hisse senedi çıkarılması zorunlu değildir. Hisse senetlerinin çıkarılmamış olması, hisselerin devir kabiliyetine tesir etmediği gibi, hisselerin rehin ve haciz gibi işlemlere konu olmasını da engellemez.

Ancak menkul kıymetleri halka arzedilen anonim ortaklıklarda satış sırasında verilen geçici ilmühaberlerin en geç üç ay içinde hisse senetleriyle değiştirilmesi gerekir. Ortak sayısının 100'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tesbit olunan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır.

(Canoğlu,HisseSenetleri)(www.legalisplatform.net/Makale/Hisse%20Senetleri.pdf 09.02.2017)

Hisse senedlerinin ekonomik işlevleri:

- Geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.
- Üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.
- Halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.
- Halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlendirilen 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 duyduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka hangi yoldan sağlasa, bunun bir aracılık maliyeti vardır. (TSPAKP, 2012:11)

Hisse Senedi Türleri:

- a) Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri - Anonim ortaklık paylarını temsil etmesi için çıkarılan ve belirli bir kişinin adına düzenlenen kıymetli evraklara nama yazılı hisse senetleri denilmektedir. Hamiline yazılı olan hisse senetlerinin üzerinde ise herhangi bir isim yazmamaktadır. Borsada alım – satımı yapılan hisse senetleri hamiline yazılı hisse senetleridir. Nama ve hamiline yazılı olan hisse senetlerinin ayrımı önemlidir ve bu önem hisse senedinin devir işlemi sırasında ortaya çıkmaktadır. Hamiline yazılı olan hisselerin devir işlemi teslimle tamamlanmaktadır. Daha basit bir anlatımla aralarındaki fark; hisse senedinin üzerinde isim belirtilmişse nama yazılı, isim belirtilmemişse ve elinde bulunduran kişiye alacak hakkı tanıyorsa hamiline yazılı hisse senedir. Nama yazılı olan hisse senetleri daha güvenlidir ve senedin kaybedilmesi veya başkasının eline geçmesi durumunda herhangi bir işlem yapılması söz konusu olamaz. Ama hamiline yazılı olan hisseler kolayca elde çıkarılabilir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin

devri, teslim ile yapılırken; nama yazılı hisse senetlerinin devri ciro ile yapılır.

b) Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri - Hisse senedi ait olduğu şirketin belli bir kısmını temsil eden hisse senetlerine adi hisse senedi denilmektedir. Aksi bir hüküm belirtilmedikçe hisse senetleri sahiplerine eşit haklar sağlamaktadır. İşte bu tür hisse senetleri, adi hisse senetleridir. Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda, adi paylar olarak geçmektedir ve ana sözleşmede aksi bir hüküm olmadıkça paylar, adi pay niteliği taşımaktadır. İmtiyazlı hisse senetleri ise adi hisse senetlerine göre kardan pay alma ve genel kurulda oy kullanma gibi haklar bakımından Türk Ticaret Kanunu'nun 401. maddesine dayanarak ana sözleşme ile sahiplerine bazı imtiyazlı haklar tanıyabilir. İmtiyazlı hisse senedi sahiplerinin, diğer ortaklara göre özel hakları vardır. Esas sözleşme ile imtiyazlı hisse senetleri şirketin karından belirli bir oranda özel temettü alma, rüçhan hakkı kullanımı, oy kullanma hakkı gibi ayrıcalıklara sahiptir.

c) Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri - Şirketin kuruluşunda ve sermaye artırımında çıkarılan hisse senetlerine bedelli hisse senetleri denilmektedir. Şirketler, yeni fon kaynağı temin etmek için çıkarırlar ve nominal değerden veya daha yüksek bir fiyattan satarlar. Bedelli hisse senetleri, ya mevcut ortaklara satılır ya da diğer yatırımcılara satılır. Mevcut ortaklara satılması rüçhan hakkını tanımlamaktadır. Bedelsiz hisse senetleri ise şirketin bazı varlıklarında değer artışı yaşandığı ve artışın sermayeye eklenmesi için çıkarılır. Bedelsiz hisseleri işletme ortakları alabilirler. Bedelsiz sermaye artırımını, şirketlerin iç kaynaklarından sermaye aktardıkları tutar

karşılığında çıkarılan payların bir bedel almaksızın ortaklara dağıtılması işlemidir. Bedelsiz sermaye artırımında, dışarıdan fon girişi olmamaktadır.

d) Primli ve Primsiz Hisse Senetleri - Hisse senedinin üzerinde yazılı olan değere nominal değer denilmektedir. Bir hisse senedi üzerinde yazılı olan nominal değerden daha yüksek bir bedelle ihraç ediliyorsa, bu hisse senedi primli hisse senedir. Ama üzerinde yazılı bedel, nominal değer ise primsiz hisse senedi olarak tanımlanmaktadır. Borsa İstanbul'da kote edilen şirketler kayıtlı sermaye sistemine tabidir ve esas sözleşmelerinde hüküm bulunması halinde yönetim kurulu kararı ile primli ihraç edilebilirler.

e) Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri - Şirketin kuruluşunda emeği geçen kişilere verilen hisse senetlerine, kurucu hisse senetleri denilmektedir. Sahibine, ortaklık, şirket yönetimine katılma gibi haklar vermemektedir. Sadece şirketin karından pay alma hakkı veren hisse senetleridir. Şirketin kuruluş hizmeti karşılığında ana sözleşme hükümleri gereğince üzerinde kurucuların isimleri yazılı olan hisse senetleridir. Belli bir sermaye payını temsil etmezler. İntifa hisse senetleri ise belli kişiler için alacak veya hizmetler karşılığında çıkarılan ortaklık hakkını temsil etmeyen hisse senetleridir. Şirket genel kurulunun alacağı kararlar, bazı kişilere çeşitli hizmet ve alacak karşılığı olarak verilirler. Sermaye payını temsil etmezler.

(www.borsahocasi.net/2015/02/hisse-senedi-turleri-nelerdir.html
10.02.2017)

2. Tahvil - Bir borç veren ile bir borçlu arasındaki bir krediyi temsil eden bir yatırım türüdür. Bunu bir bankadan kişisel bir kredi almak gibi düşünün – sadece bu durumda krediyi siz veriyorsunuz ve borçlu genellikle bir hükümet veya kuruluştur. Tahvil ile, ihraççı belirli bir tarihe kadar ödünç verilen tutara belirli bir oranda yatırımcıya düzenli faiz ödemeyi vaat eder. (IIAC, 2008:4)

Tahvil türleri:

- a) Devlet - Özel Sektör Tahvilleri - Maliye Bakanlığı tarafından belli amaçlarla çıkarılan iç borçlanma tahvilleri uzun vadeli, hazinenin dönemsel ihtiyaçları için çıkarılan tahviller ve hazine bonoları ise kısa vadelidir. Özel sektör tahvillerinde vade en az 2 yıldır. Hazine bonoları kısa vadeli, çok defa kuponsuz; tasarruf bonoları orta vadeli tahvil mahiyetinde olup ihraç şartları ve faiz oranları değişiktir. Uzun vadeli devlet tahvilleri, her zaman işlemiş faiziyle birlikte paraya çevrilebildiği için faiz oranları daha düşüktür. Devlet tahvilleri ihalelerde teminat olarak kullanılabilir. Belediyeler ve kamu kuruluşlarının çıkardığı tahviller de devlet tahvilleri sayılır.
- b) Primli-Başa Baş Tahviller - İhraç edilen bir tahvil, üzerinde yazılı değerle satışa çıkarılıyorsa başa baş tahvildir. Nominal değerinden daha yüksek bedelle satışa çıkarılan tahvillere primli tahvil denir. Bunun aksine, nominal değerden daha düşük bedelle satışa çıkarılan tahvillere ise iskontolu tahvil denir. Türk Ticaret Kanunu, hisse senetlerinin nominal değerden daha aşağı bedelle ihraç edilmesini yasakladığı hâlde tahviller için böyle bir engel yoktur. Tahvil ihraçlarını düzenleyen diğer

mevzuatımız da tahvillerin nominal değerlerinin %5'i kadar düşük bedelle ihracına izin vermektedir. Ayrıca satışın son gününden yani faizin işlemeye başladığı tarihten önce satın alanlara erken satın alma süresine isabet eden faiz kadar indirim yapılabilmektedir.

- c) İkramiyeli Tahviller - Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilir. Ancak her ne isim altında olursa olsun alıcılara sağlanacak menfaatler, tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarının içindedir.
- d) Nama ve Hamiline Tahviller - Tahviller, bütün menkul kıymetler gibi nama ve hamiline yazılı olabilir. Halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilecek tahvillerin nama yazılı olarak çıkarılmaları, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde zorunludur.
- e) Paraya Kolay Çevrilen Tahviller - Özel sektör tahvillerinin normal olarak belli bir vadesi vardır. Vade 2, yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilmektedir. Çıkarılan tahvillerin bedellerinin vade sonunda halka geri ödenmesi genellikle bir defada olmaz. Normal iktisadi şartlar altında 5 seneye varan bir itfa planı dâhilinde tahvil bedelleri geri ödenir. Bazı tahvillerde ise tahvillerin ihracından itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği zaman işlemiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilme imkânı vardır. Bazı tahvillerde bu imkân her an kullanılabilir, bazılarında ise şirkete talepte bulunulması hâlinde bu tahviller itfaya dâhil edilerek faiz ödeme tarihinde kupon ödemesiyle birlikte itfaya tabi tutulur.

- f) Garantili Garantisiz Tahviller - Çıkarılan tahvillerin satış şansını artırmak için bir bankanın veya şirketin bağlı olduğu holdingin garantisi sağlanır. Banka veya holdingin garantisi, çıkarılan tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde geri ödenmesini kapsar. Ayrıca tahvili çıkaran şirket, büyük ve tanınmış bir holdingin bağlı kuruluşu olduğu hâlde kendisi şirket olarak tahvil piyasasında tanınmamış olabilir. Bağlı olduğu holdingin garantisinin de satış ilanlarıyla belirtilmesi, tahvillerin satış şansını artırabilir.**
- g) Sabit – Değişken Tahviller - Enflasyonun hızlandığı dönemlerde piyasa cari faiz oranının tahvil faiz oranlarını kısa zamanda geride bırakması, faiz oranlarıyla devamlı şekilde yukarı aşağı oynanması tahvil piyasasında istikrarsızlığa sebep olur. Değişken faizli tahviller, böyle durumlarda tahvil piyasasının tıkanmaması için ileriye dönük faiz riskini ortadan kaldırmak üzere piyasamızda ilk defa 1981 yılında Merkez Bankasınca ihdas edilmiş, daha sonra çeşitli SPK tebliğleriyle düzenlenmiştir. Tebliğe göre faiz ödemeleri 3, 6 aylık ya da 1 yıllık dönemler itibariyle kuponlara bağlı olarak yapılabilir.**
- h) İndeksli Tahviller - Hızlı enflasyon yıllarında görülen bir tahvil uygulamasıdır. Değişken faizli tahvillerde yalnız faiz oranı, enflasyona karşı korunmaktadır. Anaparayı korumakta dövize ya da altına indeksli tahviller daha güvenceli olmaktadır. Bu tip tahvillerde ihraç tarihi ile vade günü arasında altın fiyatlarında ya da belli bir dövizin kurundaki artış yüzdesine göre anapara artırılarak tahvil sahibine ödenir. (T.C.MİLLİ EĞİTİM BAKANLIĞI, MEGEP, Muhasebe Finansman Finansal Yatırım Araçları, 2007, s.24-25)**

3. Bonolar - Şirketlerin kendilerine yabancı gelir sağlamak amacıyla çıkardıkları vadesi 2 aydan az 12 aydan fazla olmayan kıymetli evraktır. Bononun özelliklerinden dolayı kredi aracı olabilmektedir. Bundan dolayı da diğer adı emre muharrer senet olarak söylenmektedir. Bonoda lehtar ve muhatap bulunur. Şirket muhatap, yatırımcı ise lehtar durumundadır. Tahsil durumu 2 şekilde olabilmektedir. Ödemesi vadesi geldiğinde ya da vadesinden önce ödeme yapılabilmektedir. Ödeme vadesi geldiğinde tutarın alacaklıya ulaştırılır ve kıymetli evrak geri verilir. Ödeme vadesinden önce borcun tahsil edilmesi isteniyorsa, alacaklı iskonto ettirebilir. Bir bankaya giderek bonoyu iskonto ettirir ve böylelikle alacaklı tarafı artık banka olur.
4. Gelir Ortaklığı Senetleri - Gelir ortaklığı senetleri, bizdeki şekliyle ülkemize özgü bir menkul kıymet türüdür. Mahiyeti itibariyle katılma intifa senetlerine, kara iştirakli tahvillere benzetildiği gibi, kara göre değişken faizli devlet tahvili olarak kabul edenler de bulunmaktadır (Karslı, 1989: 353).
5. Kar Zarar Ortaklığı Belgesi - Anonim ortaklıklar tarafından kar veya zarar ortak olmak üzere, iştigal sahalarına giren tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyacını karşılamak için, yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi (KZOB) adı altında menkul kıymet ihraç edebilirler ve halka arz yoluyla satabilirler (Parasız, 2007:238).
6. Gayrimenkul Sertifikası - Gayrimenkul sertifikası, İhraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız

bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit menkul kıymettir. (SPK, 2013b: md. 2).

7. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler – Gerek ihraççılar gerek teminat bakımından gerekse çıkarılma usul ve esasları bakımından tahvillerden ve banka bonolarıyla banka garantili bonolardan farklı sermaye piyasası araçlarındandır. Esas itibariyle borsada alım satım özelliği ve menkul kıymet özelliği olmayan alacakların ve duran varlıkların sermaye piyasası işlemlerine konu olmasını sağlayacak menkul kıymetleştirme işlemi olarak kabul edilen VDMK'lerin şekil şartları ve çıkarılma usulleri tebliğle hüküm altına almış ve kendine özgü (sui generis) bir kıymetli evrak türü olarak ihdas edilmişlerdir. Bir borçlanma senedi olarak tahvillerin bazı türlerine benzemektedirler. (O.K.Ünal, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler) (www.webftp.gazi.edu.tr/hukuk/dergi/8_1.pdf 22.02.2017)

1.2. YATIRIM PROJELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

1.2.1. Yatırımın Tanımı

Yatırım, belirli bir kaynağın ya da değer, gelir sağlamak amacıyla kalıcı bir biçimde kullanılmasıdır. Tüketim kavramından temel farkı, kullanılan kaynak ya da değer, işlem sonunda tükenmemesidir. Yatırım harcamasının sonucunda ortaya çıkan yatırım, orta ve uzun dönemde getiri sağlamaya devam eder.

Finansman dilinde yatırım, gelir getirmeyen parasal varlığın daha az likit hale çevrilerek gelir getirir şekilde dönüştürülmesidir. Bu açıdan

bakıldığında bir bankanın müşterilerinin bankaya yatırmış oldukları paraları çekerek daha yüksek getirili devlet tahvillerini ya da halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerini almaları bir yatırım olarak değerlendirilmektedir.

Ekonomide yatırım, milli gelirin yeni imalat üniteleri kurmak veya eskiyen üniteleri yenilemek için ayrılan kısmıdır.

Girişimci için yatırım, parasal sermayenin ve imkânların üretim yapacak bina, makine ve teçhizata dönüştürülmesidir.

Yatırım sadece iktisadi değil sosyal kültürel ve siyasi hayatın da değişkenidir. Çoğalan nüfusa iş imkânı sağlamak her geçen gün artan ihtiyaçlarını karşılamak, fertlerin milli gelirden alacağı payın miktarını arttırmak için daha çok ve daha verimli yatırımlar yapmak ekonomik gelişmeyi arttırdığı gibi, sosyal, kültürel ve siyasi hayatın gelişmesine ve ilerlemesine de neden olur. Yatırımların milletlerin ve fertlerin hayatına etkisi çok yönlüdür. Ekonomik hayatın gelişmesi yanında sosyal ve kültürel hayatın gelişmesini sağlayan harcamalar da yatırım sayılır. (Çevik, 2009:3)

1.2.2. Proje Kavramı Ve Kapsamı

Projenin en basit şekli ile, genellikle zaman, maliyet ve kalite (performans) hedefleri de dahil olmak üzere tanımlanmış amaçlarla ayrı bir taahhüttür. Tüm projeler, başlangıç ve bitiş noktalarını tanınması gereken benzer bir yaşam döngüsü dizisi boyunca gelişir. Buna ek olarak, proje hedefleri çeşitli şekillerde tanımlanabilir. Finansal, sosyal ve ekonomik olmakla birlikte, hedeflerin belirlendiği

ve projenin sınırlı olduğu önemli bir husustur. (Field and Keller, 2007:2)

1.2.2.1. Projelerin Özellikleri

- a) Projelerin belirli bir başlangıç ve bitiş tarihi vardır.
- b) Bir projenin yaşam döngüsü var.
- c) Bir projenin bir zaman çizelgesi ve zaman çizelgesi vardır.
- d) Her projenin bir bütçesi vardır.
- e) Projeler tekrarlayıcı değildir.
- f) Her projenin belirli kaynakları gerekmektedir.
- g) Bir projenin tek bir sorumluluk noktası vardır.
- h) Projeyi tamamlamak için proje ekiplerine ihtiyaç vardır.

(Andongndou, Laxton, Marsh, Pressler, 2008:2)

1.2.3. Yatırım Projesi Kavramı

Yatırım projesi belirli bir üretim işini en az maliyetle gerçekleştirmek ve en yüksek ekonomik ve teknik etkinliğe ulaşmak için, hangi malın hangi kapasitede, nerede ve nasıl üretileceğinin, bilgi ve verilerin sistematik kullanılması ile kararlaştırılması ve uygulamaya konulmasıdır.

Birleşmiş Milletlerin tanımına göre yatırım projesi; toplumda belirli bir zaman dilimi içinde mal ve hizmetlerin üretimini artırmak için bazı imkanları oluşturma, genişletme ve/veya geliştirmeye dönük bir öneridir. (Barutçu, 1989:3)

1.2.4. Yatırım Projelerinin Özellikleri

Yatırım projelerinin planlanması ve nitelikleri gereği işletmeler açısından bazı yönlerden sınırlayıcı özellikleri bulunmaktadır. İşletmeler açısından önemli olan bu özellikleri şöyle açıklamak mümkündür:

- 1) Sermaye yatırımları, uzun süreli yatırımlar olup bu yatırımların ekonomik ömrü yıllara yayılmaktadır.
- 2) Sermaye yatırımlarının uzun süreli olması, işletmelerin karar verme esnekliğini sınırlayan bir durumdur. Bu bakımdan yatırım projelerine ilişkin sonradan görülebilecek bir hatadan ve yanılığdan dönme esnekliği çok azdır.
- 3) Sermaye yatırımları, genellikle çok büyük tutarlardaki harcamaları gerektiren yatırımlardır. Bu durum; işletmelerin kaynaklarının yatırımlara ayrılması edilmesinin ötesinde, işletmelerin diğer faaliyetlerinin finanslanmasını da güçleştirmektedir.
- 4) Sermaye yatırımları, işletmelerin kapasiteleri\teknolojik güçleri ile yakından ilişkilidir ve işletmelerin bu niteliklerini artırıcı özellikler sağlamaktadır. Bir işletmenin kapasite artışı ve teknolojik üstünlüğünden gerektiği gibi yararlanabilmesi için bu üstünlükleri sağlayan sermaye yatırımları ile piyasadaki talebin eşzamanlı olması zorunludur. Aksi bir durumda, işletmede atıl kapasite ortaya çıkabilir ya da talebi karşılayamama durumu ortaya çıkabilir.
- 5) Sermaye yatırımları, işletmelerin finanslama kaynaklarını, kapasitelerini ve teknolojik güçlerini etkileyerek, işletmelerin diğer kaynaklarını da etkilemektedir. İşletmelerin rekabet

güçlerini koruyabilmesi sermaye yatırımlarına gereken önem vermeleriyle mümkündür. (Göker, 1995:3-4)

1.2.5. Yatırım Projesi Türleri

Bir sermaye harcamaları programı içerisinde, tüm sermaye yatırım projelerini kapsayan sınıflandırmalar vardır. Bu, harcama önceliklerine göre projelerin gruplanmasına izin vermek ve böylece her büyük sınıflandırma için yatırım hedefleri getirmek için sonuç verir. Bu yöntem bir şirketin, yalnızca her bir sınıflandırma için değil, aynı zamanda şirketin tamamının yatırım hedefleri için yatırım getirisini en üst düzeye çıkarmak için kaynakları tahsis etmesine olanak tanır. Örneğin, bir şirketin ekonomik yaşantısının farklı aşamalarında, masrafları düşüren sermaye harcamaları yapması gereken dönemler olacaktır; Bazen modernize etme, çevre standartlarını karşılama, teknoloji yükseltme, kapasiteyi artırma, yeni ürünler geliştirme, genişletme veya sözleşme yapma ihtiyacı duyulacaktır. Aşağıda, sermaye harcamaları sınıflandırmalarının listesi bulunmaktadır. Birçok şirketin kendi sınıflandırmalarını, içinde faaliyet gösterdikleri endüstriye bağlı olarak kullandığı unutulmamalıdır.

- Onarım ve Revizyon Yatırımları
- Kar Artırma Projeleri
- Kalite Geliştirme Projeleri
- Tasarruf Projeleri
- Büyüme Projeleri
- Yeni Ürün Tanıtımı Projeleri
- Diğer Projeler (Rachlin, 1997:240).

1.2.6. Yatırım Kararını Etkileyen Faktörler

İşletmenin yatırım kararlarını etkileyen iç faktörlerin başında, onun amaçları ve politikaları gelir. Bir yatırım süreci, temel işletme amaçlarının tespiti ile başlar. Bir takım değer yargılarından oluşan işletme amaçları, işletme politikalarına, planlarına ve yöntemlerine kılavuzluk eder. İşletme amaçlarının yatırım kararlarına etkilerini göstermek için bazı amaçları ve bunun sonuçlarını göstermek mümkündür. Eğer işletme amaç olarak varlığını uzun süre devam ettirmeyi seçmiş ise, böyle bir amacı gerçekleştirmek için, riski az yatırım projeleri üzerinde duracaktır. İşletmenin amacı büyüme ise, bu durumda yüksek riskli projeler seçilecektir. Büyük işletmeler, açık veya gizli bazı politikalara sahiptirler. Söz konusu politikalar işletmenin yatırım kararlarına da etki eder. Örneğin, lider olma politikası izleyen bir işletmede yatırım konusunda devamlı araştırmalar yapan bir bölüm vardır. Bu bölüm devamlı olarak yatırım projeleri geliştirir, değerlendirir ve yöneticilere sunar.

Ekonomik olmayan faktörler, etkileri ekonomik fakat ölçülmesi gerçekten zor olan faktörler olarak görünürler. Çoğu kez, etkileri karakter olarak uzun vadelidir. Daha çok, yapılacak olan yatırımın sürdürülebilirliği üzerinde durulur. Alınacak olan makine ekipmanların sorunsuz bir şekilde çalışması, arızalanmaması, iş kazalarına sebebiyet vermemesi, çalışma şartlarını iyileştirmesi gibi ölçülmesi çok zor birçok faktör bu grupta yer almaktadır.

Bir işletmenin yatırım kararı vermeden önce uzun araştırmalar yaparak onlarca kriteri göz önünde bulundurduğu bir gerçektir. Diğer taraftan, yatırım kararını etkileyen başlıca faktörler şunlardır:

- Talep büyüklüğü
- Pazardaki rekabet durumu
- Rakiplerin sayısı ve gücü
- Yatırım ve işletme maliyeti
- Yatırımın karlılığı ve geri dönüş süresi
- Sektörün yapısı (Kılıç, 2015:25)

1.2.7. Proje Değerlendirme Yöntemleri

Yatırım değerlendirme yöntemleri temel olarak riski dikkate alan ve riski dikkate almayan yöntemler olarak iki ana başlık altında incelenebilir.

1.2.7.1. Riski Dikkate Almayan Yöntemler

1.2.7.1.1. Net Bugünkü Değer

Bir yatırımın net bugünkü değeri (NBD), yatırımdan beklenen net nakit girişlerinin belli bir iskonto oranıyla indirgenmiş değerleri toplamından, yatırım harcamalarının bugünkü değerleri toplamının çıkarılmasıyla bulunur. Bu yöntemle göre, eğer yatırım projesinin net bugünkü değeri pozitif ($NBD > 0$) ise, yatırım projeleri kabul edilir. Eğer, yatırım projesinin net bugünkü değeri negatif ($NBD < 0$) ise, yatırım projesi kabul edilmez. Yatırım projesinin pozitif net bugünkü değere sahip olması, proje harcamalarının bugünkü değerinden daha fazla nakit girişi sağladığını gösterirken, yatırım projesinin net bugünkü değerinin sıfır olması, projenin sağladığı nakit akışlarının, yatırılan sermayeyi ve yatırılan sermaye üzerinden istenen getiri oranını tam olarak karşıladığını göstermektedir.

$$NBD = -I_0 + \frac{NA_1}{1+k} + \frac{NA_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{NA_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{NA_t}{(1+k)^t} - I_0$$

I_0 başlangıç yatırımını, NA_t t zamanda oluşan nakit akışlarını, k iskonto oranını, n ise yatırımın ekonomik ömrünü ifade etmektedir. (Winger, 1991:444)

Net Bugünkü Değer Yöntemini uygularken formülde özellikle iki değişkenin, NA ve k 'nın belirlenmesi önemlidir. Nakit akımlarının, belirlilik koşulu altında proje değerlendirmesi yapıldığından kesin olduğu var sayılmaktadır. İkinci değişken olan k , iskonto oranı ise belki de bu yöntem için üzerinde en fazla durulması gereken noktadır. NBD formülden de anlaşılacağı üzere k 'nın alacağı değere göre projenin kabulü veya ret kararı değişecektir. İskonto oranının belirlenmesinde objektif davranılmaması, reddedilmesi gereken projelerin seçilmesine veya kabul edilmesi gereken projelerin reddedilmesine neden olabilir. Bu nedenle iskonto oranının belirlenmesi büyük öneme sahiptir. (Rogers, 2001:70)

Nakit girişleri ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti gibi piyasa riskine göre düzeltilmiş iskonto oranı kullanılmalı, diğer taraftan yatırım harcamaları bugüne indirgenirken yeniden yatırım oranı gibi risksiz bir getiri oranı kullanılmalıdır. Pazarda şekillenen bir riske maruz olan nakit girişleri piyasa riskine göre düzeltilmiş iskonto oranıyla bugüne indirgenmeli, firmaya özgü riske maruz kalan nakit hareketleri ise risksiz getiri oranı ile bugüne indirgenmeli. Çünkü piyasa, özel riske maruz olanları değil sadece piyasa riskine maruz olan kayıpları telafi edebilir.

Genellikle nakit girişleri piyasa riskine maruzken (çünkü nakit girişleri piyasa talebine, piyasa fiyatlarına ve diğer piyasa faktörlerine bağlıdır) yatırım harcamaları özel riske maruzdur (firmanın projeyi zamanında tamamlama kabiliyeti, veya projelendirilenin ötesinde verimsizliklerin ve artı maliyetlerin çıkması durumu) Bazı zamanlar bu yatırım harcamalarında iskonto oranı olarak risksiz getiri oranından biraz daha yüksek olan fırsat maliyeti de kullanılabilir. (Mun, 2002:68-69)

Sonuç olarak iskonto oranı ve yatırımdan sağlanacak nakit akışları belirlendikten sonra hem tek başına, hem de risk altında proje değerlendirme yöntemleri ve reel opsiyonlar söz konusu olduğunda baz yöntem olarak net bugünkü değer, yatırım projesi değerlendirmesinde en kullanışlı yöntemlerden bir tanesidir. Yatırımcı açısından kolay ve anlaşılır olmasının yanı sıra bir başka önemli özelliği ise Net Bugünkü Değer Yöntemi, yatırım projelerinin firmanın değerine veya hissedarların refahına yaptığı katkıyı göstermektedir. Çeşitli projelerden oluşan bir firmanın değeri, projelerin değerlerinin toplamına eşittir. Dolayısıyla, firma, bir yatırım projesini kabul ettiğinde, firmanın değeri, projenin net bugünkü değeri kadar artmaktadır. (Shapiro, 2005:17)

1.2.7.1.2. İç Verim Oranı

İç verim oranı, bir yatırımın net bugünkü değerini sıfıra ayarlayan iskonto oranını ifade etmektedir. Böylece, iç verim oranı, aşağıdaki denklemde i için çözümlenerek bulunur.

$$0 = -I_0 + \frac{NA_1}{(1+i)^1} + \frac{NA_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{NA_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{NA_t}{(1+i)^t} - I_0$$

İç Verim Oranı, yatırımın kritik iskonto oranı olarak da adlandırılır, çünkü daha yüksek bir iskonto oranı yatırımın Net Bugünkü Değerinin sıfıra düşmesine neden olur. Eğer bir yatırımda, İç Verim Oranı önceden belirlenmiş İç Verim Oranını aşarsa karlıdır. Seçilecek bir yatırım projesi, en azından sermaye piyasasında başka yerde mevcut getiriye eşit bir getiri sağlamalıdır.

İVO kararı kuralı (Röhrich, 2007:79):

- – $İVO > İVO_{min}$: Proje kabul edilir
- – $İVO = İVO_{min}$: Önemsiz
- – $İVO < İVO_{min}$: Proje reddedilir

İç getiri oranını hesaplarırken ya finansal hesap makineleri kullanılmalı ya da deneme yanılma yöntemi kullanılmalıdır. Deneme yanılma yöntemi şu aşamalardan oluşmaktadır (Moyer, McGuigan, Kretlow, 2012:362):

- İç Verim Oranı hesaplanmak istenilen proje için bir İç Verim Oranı tahmini yapılır.
- Tahmini oran kullanılarak projenin net bugünkü değeri hesaplanır.
- Eğer net bugünkü değer sıfırdan büyük ise, daha yüksek oran kullanılır. Eğer net bugünkü değer sıfırdan küçük ise, oran küçültülür.
- Projenin net bugünkü değeri sıfır olarak bulununcaya kadar, hesaplamalara devam edilir.
- Net bugünkü değeri sıfır yapan oran iç verim oranıdır.

1.2.7.1.3. İndirgenmiş Geri Ödeme Süresi

Yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı net nakit girişlerinin belli bir iskonto oranından indirgenmiş değerleri, yatırım tutarının bugünkü değerine eşit oluncaya kadar toplanır ve böylece eşitliğin sağlandığı yıl sayısı, indirgenmiş geri ödeme süresini verir. Bu yöntem için net bugünkü değer bir varyasyonu diyebiliriz. Tıpkı Net Bugünkü Değer Yönteminde olduğu gibi nakit akımları belli bir iskonto oranıyla bugüne indirgenir. Burada sadece yatırımın süresiyle ilgili bir sonuca ulaşmak için nakit akımlarının hangi tarihten sonra maliyetlerini karşıladığı bulunur. Dolayısıyla ulaştığımız sonuç projenin değeri değil, bir süre olmaktadır. (Kargül, 1996:138)

1.2.7.1.4. Karlılık Endeksi

Karlılık endeksi, yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin bugünkü değerleri toplamının, nakit çıkışlarının bugünkü değerleri toplamına bölünmesiyle bulunur. Aslında kabul kuralı net bugünkü değerinki ile aynıdır. Sadece hesaplama dolayısı net bugünkü değerde yatırımın değeri sıfırdan büyükse kabul ediliyorken karlılık endeksinde birden büyük olması istenmektedir. Dolayısıyla aynı projeler bu iki yöntemle göre ayrı ayrı hesaplanırsa da aynı kabul ret sinyallerini verecektir. Ancak birbirinden farklı iki proje karşılaştırılırken karlılık endeksi net bugünkü değerden farklı sinyaller verir. Bunun nedeni karlılık endeksinin yatırımın büyüklüğünü de dikkate alıyor olmasıdır. Örneğin karlılık endeksi yatırımın net bugünkü değeri daha düşük, ancak yatırımın net bugünkü değerinin yatırımın toplam büyüklüğüne oranı daha büyük yatırım alternatiflerini seçerken,

Net Bugünkü Değer Yöntemi yatırımın toplam büyüklüğüne bakmaksızın her zaman net bugünkü değeri en yüksek olan alternatifi seçmektedir. (Anbar ve Alper, 2009:248)

1.2.7.2. Riski Dikkate Alan Yöntemler

1.2.7.2.1. Riske Göre Düzeltilmiş İskonto Oranı Yöntemi

Bu yöntemde yatırım projeleri tıpkı Net Bugünkü Değer Yönteminde olduğu gibi bugüne getirilir ve karar kuralı olarak yine projenin net bugünkü değerinin sıfırdan büyük olup olmadığına bakılır. Ancak formülizasyon benzer olsa da, bu yöntemde farklı olarak iskonto oranı, risk primini içerecek şekilde belirlenir. Bu yeni iskonto oranına yazında ‘düzeltilmiş iskonto oranı’ denmektedir. Düzeltilmiş iskonto oranı, risksiz faiz oranı, ortalama risk primi ve ilave risk primi olmak üzere üç temel unsurdan oluşmaktadır. (Dayananda, 2002:118)

Risksiz faiz oranı, riski içermeyen iskonto oranı veya faiz oranıdır. Ortalama risk primi, firmanın mevcut faaliyetlerinden kaynaklanan risk karşılığında istenen risk primidir. İlave risk primi ise, firmanın mevcut faaliyetlerine bağlı risk ile önerilen yatırım projesinin riski arasında fark için istenen risk primidir. (Anbar ve Alper 2009:292) Bu durumda, projeye ait nakit akışları risk priminin de ilave olduğu daha yüksek bir iskonto oranıyla iskonto edilir. Nakit akışlarının daha yüksek bir oranla iskonto edilmesi, projenin net bugünkü değerini küçültür. (Yalçiner ve Aksoy, 2011:11)

1.2.7.2.2. Belirlilik Eşiti Yöntemi

Riske göre düzeltilmiş iskonto oranı yönteminin bir benzeri de belirlilik eşiti yöntemidir. Ancak bu yöntemde farklı olarak NBD hesaplanırken, risk paydaya değil, oranın pay kısmında yer alan net nakit akışlarına uygulanmaktadır. (Moyer, McGuigan, Kretlow, 2012:335) Projeye ilişkin nakit akışları düzeltme faktörü olarak isimlendirilen bir katsayıyla çarpılarak daha tutarlı bir seviyeye getirilmektedir. Düzeltme faktörü, en olumsuz koşullarda gerçekleşecek net nakit akışlarının, olumsuz koşulların var olmadığı durumlardaki net nakit akışlarına oranıdır. Düzeltme faktörü aynı zamanda riski içermeyen iskonto faktörünün riski içeren iskonto faktörüne oranı olarak da bulunabilmektedir. (Yalçiner ve Aksoy, 2011:236)

1.2.7.2.3. Olasılık Dağılımı Yöntemi

Olasılık dağılımı yönteminde öncelikle projelerin yıllık nakit akışları tahminleri ve bu tahminlerin gerçekleşme olasılıkları belirlenerek bir dağılım elde edilir. Bu dağılıma “olasılık dağılımı” denilmektedir. (Özdemir,1997:312) Beklenen değeri hesaplarken olasılık dağılımlarını ve net nakit tahminlerini kullanmak durumundayız. Beklenen değer, belirli bir döneme ait net nakit akışları ile bu net nakit akışlarının gerçekleşme olasılıklarının çarpımlarının toplamına eşittir. Tüm yıllar için hesaplanan nakit akışlarının beklenen değerleri ve yatırım tutarı risksiz getiri oranıyla iskonto edilerek NBD’in beklenen değeri hesaplanmaktadır. Nakit akışlarının indirgenmesinde risksiz getiri oranının kullanılmasının nedeni, riskin iki kez hesaba katılmasını önlemektir. (Yalçiner ve Aksoy, 2011:238-239) Beklenen değer

hesaplandıktan sonra olasılık dağılımına göre yatırım değerlendirmesinin ikinci bileşeni olan proje için riskin ifadesi olan standart sapma bulunur. Bir risk ölçüsü olarak standart sapma ne kadar küçükse dağılımın riski o kadar azdır. Ancak sayısal değerleri farklı büyüklükte olan dağılımlar için bu genelleme yapılamaz. Çünkü sayısal değerleri büyük olan dağılımların doğal olarak standart sapması da büyük olacaktır. Sorun değişim katsayısını hesaplamakla giderilebilir. (Sarıslan,1994:245) Dağılımın standart sapmasının net bugünkü değer beklenen değerine bölümü değişim katsayısı değerini vermektedir. Değişim katsayısı küçüldükçe projenin riski de küçüldüğünden, değişim katsayısı en küçük olan proje tercih edilir. (Yalçiner ve Aksoy, 2011:251)

Bir yatırım projesinin net bugünkü değerinin olasılık dağılımı yaklaşık olarak normal dağılım özelliği taşıyorsa, yatırım projesinin net bugünkü değeri ve net bugünkü değerinin standart sapmasını kullanarak, yatırım projesinin beklenen net bugünkü değerinin sıfırdan büyük (küçük) olma olasılıklarını hesaplamak mümkündür. Bir projenin sıfırdan büyük olma olasılığını hesaplamak için, projenin “standart normal dağılım” haline getirilerek standart normal değerinin (z değeri) hesaplanması gerekmektedir. Z değeri; yatırımın beklenen bugünkü değeri ile belli bir (X) miktarı arasındaki farkın yatırımın net bugünkü değerinin standart sapmasına bölünmesiyle bulunur.

$$Z = \frac{X - E(NBD)}{\sigma_{NBD}}$$

X: Projeden istenen net bugünkü değer

$E(NBD)$: Yatırım projesinin beklenen net bugünkü değerini

σ_{NBD} : Yatırım projesinin net bugünkü değerinin standart sapmasını göstermektedir.

(Anbar ve Alper, 2009:299)

1.2.7.2.4. Karar Ağacı Yöntemi

Bir yatırım projesiyle ilgili bütün kararlar genellikle, zamanın herhangi bir noktasında bir defada alınmaz. Kararların projenin ekonomik ömrü içerisinde zamanın farklı noktalarında alınması gerekebilir. Böylece yatırım projesi hakkında verilecek ilk karar ile daha sonra verilecek ikinci, üçüncü vb kararların sonuçlarını ve etkileşimlerini bir arada görme olanağını veren yöntem, karar ağacı yöntemidir. Karar ağacı yönteminin uygulanmasında izlenen adımlar şu şekilde özetlenebilir (Anbar ve Alper, 2009:306-307):

- i.** İlk önce problem tanımlanır ve karar ağacı oluşturulur.
- ii.** Her bir olayın gerçekleşme olasılığı ve her bir olaya ait nakit akımları karar ağacının üzerine yazılır.
- iii.** Karar ağacındaki her yola ilişkin olasılıklar çarpılarak, bileşik olasılıklar hesaplanır.
- iv.** Karar ağacındaki her yolun net bugünkü değeri hesaplanır.
- v.** Her yol için hesaplanan net bugünkü değerler ile söz konusu yolun bileşik olasılığı çarpılarak, projenin beklenen net bugünkü değeri hesaplanır.

1.2.7.2.5. Duyarlılık Analizi

Duyarlılık analizi baz senaryoya göre belirlenmiş (en olası durum) projenin değişkenlerindeki değişimlerin etkilerini araştırmaya yönelik yöntemdir. Genelde sadece olumsuz durumların etkileri incelenir. Duyarlılık analizinin amaçları (Asian Development Bank, 1998:174):

- Projenin nakit akımlarını etkileyen kritik değişkenlerin ne olduğunu belirlemek
- Kritik değişkenlerde meydana gelebilecek olumsuz senaryoların etkilerini araştırmak
- Projeye ilgili verilen kararın bu değişimlerden etkilenip etkilenmediğini değerlendirmek
- Olumsuz durumların etkilerini minimize edecek eylemlerin ne olabileceğini belirlemek

1.2.7.2.6. Senaryo Analizi

Senaryo analizi sadece bir değişkenin değişimlerinin proje değeri üzerindeki etkilerinin değerlendirildiği değil, birden fazla değişkenin aynı anda değiştirildiğinde sonucun ne olduğunu araştıran bir yöntemdir. Senaryo analizinde öncelikle bir temel senaryo, ardından en kötü ve en iyi senaryolar oluşturulur. (Mcmenamin, 1999:455)

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL RİSK ANALİZLERİ

2.1. RİSK KAVRAMI

17. yüzyılın ortalarında ünlü Fransız matematikçisi Pascal'ın, kendisine sorulan bitmemiş bir şans oyununda oyunculardan biri önde iken, iki oyuncu arasında payın nasıl bölüşüleceği sorusu karşısında oluşturduğu mantık ve geliştirdiği teori, bugün ulaşılan risk kavramının en önemli temellerinden birini oluşturmaktadır. Bu sayede ilk kez rakamların yardımı ile gelecek için tahminde bulunulabileceği düşünülmeye başlanmıştır. (Karakuş, 2010: 5)

Risk, Türk Dil Kurumu (TDK)'ya göre aşağıdaki anlamlara gelmektedir:

- Zarara uğrama tehlikesi, riziko
- İktisadi karar birimlerinin verecekleri kararlar sonucunda ortaya çıkacak getiriye olumsuz etkileyebilecek olayların gerçekleşme olasılığı, diğer bir deyişle olayların gerçekleşme olasılığının bilindiği durum.
- Bir olayın meydana gelme olasılığı.

(TDK,http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5924b622504234.59304551 03.04.2017)

Genel anlamda ise risk, bir olayın beklenenden farklı olarak gerçekleşebilme ihtimalidir. Son yıllarda risk yönetimi ile ilgili yeni fikir ve yaklaşımların ortaya atılması riskin tanımını genişletmiştir.

Risk önceki dönemlerde tehdit olarak algılanırken, yeni bakış açısına göre kurumların hedeflerine ulaşmasına engel olan herhangi bir olay veya durum olarak tanımlanmaktadır. (Güneş, 2009:3)

Yukarıda değindiğimiz riskin sözlük ve genel anlamı dışında, literatürde risk kavramının aşağıdaki tanımları da bulunmaktadır (Terzioğlu, 2011:43-44):

- Bir eylemin sonucunda gerçekleşmesi olası olayların varyansı.
- Belirli bir zaman aralığında hedeflenen bir sonuca ulaşamama, kayba ya da zarara uğrama olasılığı veya istenmeyen bir olayın/zararın/kaybın oluşma olasılığı ve oluşması durumunda yaratacağı olumsuz etkinin şiddeti.
- Tüm program amaçlarına önceden belirlenen maliyet, süre ve teknik kısıtlar çerçevesinde ulaşılamamasının ölçümü olup 2 bileşenden oluşmaktadır: 1)İstenen sonucu elde edememe olasılığı. 2) Başarısız olma durumunda ortaya çıkacak sonuçlar.

Yukarıdaki tanımlamalardan yola çıkarak risk kavramını şu şekilde ifade edebiliriz: Bireylerin veya kurumların hedef ve başarılarını etkileyebilecek, gelecekte olması muhtemel tehdit ve fırsatlar. Tüm bu tanımlamalar riskin algıya göre değişebilen çok içerikli bir kavram olduğu göstermektedir.

Risk kavramının doğru şekilde tanımlanması ve bilinçli bir şekilde yönetilmesi ile önemli fırsatlar elde edilebilir. Bu bakımdan risk kavramı, finansal sistemin işleyişi ve ülke ekonomilerinin istikrarı açısından önemli bir yere sahiptir.

2.2. YATIRIM ZAMANI KARŞILAŞILABİLEN RİSK TÜRLERİ

Finans literatüründe risklerin çok farklı gruplamaları yapılabilmektedir. Yatırım fonlarının karşı karşıya olduğu riskleri piyasa riski, operasyonel risk, yönetim riski ve ülke riski olarak dört ana başlık altında toplamak olanaklıdır.

2.2.1. Piyasa Riski

Yatırım fonlarında en sık karşılaşılan risk türüdür. Piyasa riski, piyasadaki risk faktörlerinin değişimi nedeniyle yatırımların değerindeki meydana gelebilecek değişimdir. Konjonktürel dalgalanma dönemlerinde bu risk türünün etkisi hesaplanamayacak boyutlara ulaşabilmektedir. Ekonomik konjunktür, rolleri zaman içerisinde değişen, birbiriyle ilişkili olan siyasi ve sosyal süreçle sürekli etkileşim halinde olup, kısmen kontrol edilemeyen dış şoklar, kısmen kamu politikası ve özel sektör de alınan yanlış kararlar sebebiyle oluşmaktadır. (Polat, 2005:23) Bu dönemde çok çeşitli piyasa riski türleriyle karşılaşılmaktadır. Piyasa riski faiz, kur, enflasyon, hisse senedi, mal, opsiyon, alım satım, likidite, yoğunlaşma ve karşı taraf riskinden oluşur.

Piyasa riski, Basel II Uzlaşısı'nda üç ana risk türünden biri olarak kabul edilmiştir. Bu risk türü, fiyatlardaki değişime bağlı olarak ortaya çıkan zarar etme olasılığıdır. (Ayan, 2007:87)

1980 sonrası tüm Dünya'da yaşanan hızlı küreselleşme süreci ve yatırım araçlarındaki 1990 sonrası gelişen türev araçların ağırlığındaki artışlar, kaldıraç oranlarının artması, riski gözardı ederek getiri odaklı kurgularla oluşturulan portföylerin beklenmedik fiyat dalgalanmalarında yarattığı ağır kayıplar, 2000 yılı sonrası Avrupa'dan Asya'ya, ABD'den

Afrika'ya uzanan kıtalararası entegrasyon ve elektronik ortam üzerinden tüm para ve sermaye piyasalarında işlem yapabilme olanakları piyasa riskinin kapsamının da tahminlerin çok üstüne çıkmasına neden olmuştur. Risk türlerinde 1990 öncesi yazılan makale ve kitaplarda çok sınırlı bir ayırım olduğu dikkati çekerken, 1990 sonrası yapılan analizlerde piyasa riski türünde kapsamlı sınıflandırmalar yapıldığı görülmektedir. Bu risk türleri faiz oranı riski, kur riski, enflasyon riski, hisse senedi pozisyon riski, alım satım (trade) riski, mal riski, opsiyon riski, likidite riski, yoğunlaşma riski ve karşı taraf riskinden oluşmaktadır.

A. Faiz Oranı Riski

Yatırım fonlarının karşı karşıya kaldığı piyasa riski türü olan faiz oranı riski, yatırım araçlarının türlerine göre farklılık göstermektedir. Bu risk sabit ve değişken sermayeli borçlanma araçlarını kapsamakta olup, piyasa riski içerisinde yer alır. (Gallati, 2003:67) Yatırım fonları, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paranın en iyi şekilde yönetilmesi ilkesi üzerine kuruludur. Faiz oranı riski ile doğrudan karşı karşıya kalan piyasa, para piyasasıdır. Fonun varlıklarının para piyasasında değerlendirilebilme seçenekleri sınırlıdır. Bunlar gecelik ters repo, vadeli ters repo, mevduat ve hazine bonosu ve tahvildir. Bu risk yüksek faiz oranlarının olduğu ekonomilerde değil, düşük faiz oranının olduğu ekonomilerde de geçerlidir. (Ege, 2006:12)

Yatırım fonu bir yıldan kısa vadeli devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapması durumunda bono, bir yıldan uzun vadeli devlet iç borçlanma senetlerini seçmesi durumunda tahvil alır. Tahviller iskontolu, TÜFE'ye endeksli, sabit kuponlu, değişken faizli olmak üzere dört çeşit ihraç edilir. TÜFE'ye endeksli ve değişken faizli

olanlar faiz riski ile karşı karşıya değilken, iskontolu ve sabit kuponlu devlet tahvilleri faiz riski ile karşı karşıyadır.

Tahvilde değerlendirilen 100.000 TL'lik bir fon kaynağının, 380 günlük bir vadede, faizlerde aynı günde %9'dan %10'a bir puanlık bir değişim olması durumunda karşı karşıya kalınacak olan risk %1,04'lük ek getiriden yoksun kalmasıdır. Bu örnek aşağıda özetlenmiştir:

$$\text{\$D} = \frac{ND}{1 + r \frac{VKGS}{365}}$$

$\text{\$D}$ = Şimdiki Değer

ND = Nominal Değer

r = Faiz Oranı

$VKGS$ = Vadeye Kalan Gün Sayısı

Faiz riskinin hesaplanmasına ilişkin, iskontolu devlet tahvili örneği verileri şöyledir:

Vade Sonu Değeri = 100.000 TL

Faiz Oranı = %9

VKGS = 380 GÜN

Şimdiki Değer = 91.342 TL

Vadesine 380 kalan %9 faizli tahvile bugünden 91.432 TL yatırılarak vade sonunda 100.000 TL elde edilecek ve dönem sonunda,

$100.000 - 91.432 = 8.568 \text{ TL} = \%9,37$ getirisi olacaktır.

Vade Sonu Değeri	= 100.000 TL
Faiz Oranı	= %10
VKGS	= 380 GÜN
Şimdiki Değer	= 90.570 TL

Vadesine 380 kalan %10 faizli tahvile bugünden 90.570 TL yatırılarak vade sonunda 100.000 TL elde edilecek ve dönem sonunda,

$$100.000 - 90.570 = 9.430 \text{ TL} = \%10,41 \text{ getirisi olacaktır.}$$

Fon yöneticisi tahvil faiz oranlarında yukarı yönlü bir hareket bekliyorsa elindeki kaynağı bugünden uzun vadeli tahvile bağlamadan kısa vadeli değerlendirirse ve faizlerin yukarı hareketinde nakitte kalıp yüksek düzeylerden tahvil alınması durumunda bu fonun avantajına bir durum yaratacaktır. Bu durumda karşı karşıya olunan risk, kısa vadeli değerlendirilen kaynağın beklenmedik faiz inişlerinde fonun getirisinin alternatif fon getirilerinin altında kalmasıdır. Faiz riski kısaca, piyasa faizinin değişmesi nedeniyle portföy değerindeki olası kayıp miktarıdır. (Teker, 1996:21)

B. Kur Riski

Kur riski, tahmin edilemeyen kur değişimlerinin firma değeri üzerindeki etkisidir. (Giddy ve Dufey, 2006:1) Yatırım fonları açısından kur riski, fonları yabancı paraya dayalı menkul kıymetlere yatırım yapması durumunda karşılaştıkları risk türüdür. Yatırım yapılan bu menkul kıymetlerin ilgili para biriminin diğer ülke paraları karşısında değerinde meydana gelebilecek beklenmedik değişimler kur riskini ortaya çıkarır.

Döviz kuru riskinin kaynağı, döviz kurundaki beklenmedik değişimler ve özellikle dövize dayalı vadeli işlemler için, uluslararası faiz oranlarındaki dalgalanmalardır. (Beytaş, 2008:7)

Döviz kuru riskinin; işlem riski, dönüştürme riski ve ekonomik risk olmak üzere üç türü vardır. Bunlardan işlem riski, şirketlerin ulusal para yerine dövizle yapılan sözleşme ya da gelecekte yapılacak ödemelerinde meydana gelebilecek kur değişimleri riski olarak tanımlanmaktadır. Bilanço riski olarak da adlandırılan dönüşüm (muhasabe) riski, yabancı döviz cinsinden aktif ve pasiflerin yerel para cinsinden değerlerinin bir muhasabe dönemi içerisinde döviz kurlarında meydana gelecek değişime göre herhangi fiziksel değişim olmadan çevrilmesinden doğan kur riskidir. Ekonomik riskse, beklenen nakit akımının değişmesi riskidir. İşletmeler için ölçülmesi ve yönetilmesi en zor risklerden biridir. (Küçükkaya, 2011:86-87)

C. Enflasyon Riski

Enflasyon riski, satınalma gücü kaybı riski olarak da adlandırılmaktadır. Vade sonunda sahip olunacak servet düzeyinin, başlangıçta tahmin edilenden daha düşük bir satınalma gücüne sahip olabilmesi olasılığından kaynaklanmaktadır. Toplam mal ve hizmet arzının toplam talebi karşılayamaması yani dengenin kurulamaması enflasyonun temel özelliğidir. Bu tanımlama başlı başına bir risk ifadesidir. Risk dengeden uzaklaşılma halinde ortaya çıkması muhtemel olasılıkların toplamı olduğundan, yaşanan enflasyonist süreçler bu dengesizliği besleyerek riskin ortaya çıkmasına zemin hazırlamaktadır. Bu döngü enflasyonist beklentilerle desteklendiği takdirde, artık kronikleşen fiyat artışlarının takip ettiği bir sarmal başlar.

Yatırım fonu yöneticisinin portföye dahil ettiği yatırım araçları ister ulusal para, isterse yabancı para birimi cinsinden olsun, enflasyon riski ile karşı karşıyadır. Bu risk özellikle düşük faiz dönemlerinde önem kazanır. Çünkü bu süreçte negatif reel faiz riski gündeme gelir.

Fon portföy değerini bu risk türünden korumanın en iyi yolu, enflasyona endeksli varlıklara yatırım yapmak ve/veya değişken faizli araçları portföye dahil etmektir. (Bolak, 2004:16)

D. Hisse Senedi Pozisyon Riski

Bu risk özellikle A Tipi Fonların karşı karşıya kaldığı önemli bir piyasa riski türüdür. Hisse senetleri ekonomik ve siyasi gelişmelere en tepki veren araçlardır. (Becker ve Celements, 2005:2) Özellikle finansal krizler sırasında ortaya çıkan yüksek oynaklık, hisse senetlerinde, önemli kayıp ve kazançlara neden olmaktadır. Tüm Dünya da olduğu gibi Türkiye'de de bu piyasalar çok hızlı değişim ve gelişim süreci yaşamaktadır. Bilgi işlem teknolojilerindeki hızlı gelişmeler, ülkelerarası entegrasyon süreciyle desteklenerek, 24 saat işlem yapılabilmenin önü açılmış ve karar vericinin duygusal karar verme sürecini minimuma indirecek programlar geliştirilerek, yeni sistemlerin kullanımı hızlanmıştır.(Laporta,2009:208)

Hisse senetlerinde iki tür değer mevcuttur. Defter değeri ve piyasa değeri. Piyasa değeri borsada işlem gören fiyat düzeyi iken, defter değeri ise bilanço değeridir.

Bir şirketin piyasa değerinin defter değerinin çok üstünde olması önemli bir risk unsurudur. Bu durumda aşırı primli fiyatların geri çekilmesi beklenerek pozisyon alınmadan likit varlıklar tercih edilir. Ters durumda piyasa değerinin defter değerinin altında da işlem görüyor

olması da olanaklıdır. Bu durum şirket hisselerinin ucuz olduğu anlamına gelse de her ucuz senet alınabilir diye bir çıkarım yapmak da yanlış sonuçlara götürebilecektir. Bu durumda analiz yapılarak fiyatların neden düşük kaldığının cevabı bulunmalıdır. Şirketin özkaynak kaybı olması, ağır borç yükü altında kalmaları, likidite sıkıntıları ve yabancı para cinsinden borçlu olmaları ve döviz kurundaki artışlar şirket hisseleri üzerinde fiyatları baskılayan nedenler olabilir. Böyle dönemlerde fon portföyüne ucuz hisselerin dahil ediliyor olması alternatif getiri kayıplarına neden olacağından risk ve getiri analizleri yapılarak hangi hissenin alınması gerektiğine karar verilir. Özellikle A Tipi fonlarda fon portföy değerinin ortalama olarak en az %25'i devamlı olarak hisse senetlerine ayrıldığından fon yöneticisi fiyatların aşırı yükselmiş olduğu dönemlerde olası bir fiyat düşüşünden korunabilmek amaçlı, hisse senedi pozisyon riskini, türev piyasalarda açtığı ters pozisyonlarla koruma altına alabilmektedir. Bu şöyle örneklendirilebilir:

Türkiye'de kurulu X Bank A Tipi Fon 15 Milyon TL portföy değerine sahiptir. Bunun %45'i olan 6.750.000 TL değerli hisse senedi pozisyonu vardır. Fon portföy yöneticisi İMKB'de satışlar beklemektedir. Hisse senedini yasal taşıma sınırı olan %25'e çekip 3.000.000 TL'lik pozisyon azaltmıştır. Taşınan 3.750.000 TL'lik hisse senedi pozisyon riskini de minimize etmek amaçlı Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında (VOB) IX030 (Spot piyasada hesaplanıp ilan edilen BİST 30 endeksinin VOB'da işlem gören sözleşmesi) vadeli işlem sözleşmelerinde korunma amaçlı şu işlemi yapacaktır:

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda 3.750.000 TL değerinde endeks sözleşmelerinde satış yönünde pozisyon açılır. Vadeli işlem sözleşmelerinin değerinin 63.000 olduğunu kabul edersek 1 kontratın

nominal değeri 6.300 TL'dir. Buna göre $\frac{3.750.000}{6.300} = 595$ kontrat kısa (satış) pozisyonu açılmalıdır. Spot piyasada fiyatlarda %10'luk bir geri çekilme yaşandığı varsayımı altında,

Hisse senedi pozisyonu taşındığından spot piyasada,

$$3.750.000 \times 10/100 = 375.000 \text{ TL zarar edilecektir.}$$

Spot piyasada %10'luk bir geri çekilme vadeli işlem sözleşmelerinde aynı oranda geri çekilmeye neden olacağından 63.000 olan birim fiyatlar %10 değer kaybederek 56.700 birim fiyata inecektir. Vadeli İşlem Sözleşmelerinde;

$(63.000 - 56.700) \times 595 \times 100 = 374.850$ TL kâr yazılacaktır. Spot piyasada yazılan zarar, vadeli işlem piyasasında yazdırılan karla telafi edilmiş olacaktır.

E. Alım Satım (Trade) Riski

Yapılan her alım satım fonun birim pay değerini etkiler. Pay değerindeki artış, fonu elinde bulunduran yatırımcının fona katılımı oranında yansıyacaktır. Yatırım fonlarının başarısı günlük yüzdesel getiri ve birikimli aylık oransal getiri üzerinden olulur. Fonların başarısı bir şans değildir, doğru yer ve zamanda pozisyon açma yeteneklerine bağlıdır. (Xu ve Liu, 2009:812) Alım satımlar borsalar ve teşkilatlanmış piyasalardan yapılmak zorunluluğu olsa da, organize piyasalarda da günlük oynaklıklığın artması, olası kazanç beklentisi ile yapılan işlemlerin beklenmedik şekilde negatif yönde yansımasına neden olma olasılığı alım satım riskine girmektedir. Hisse senetleri piyasasındaki bu risk, diğer piyasalara oranla daha yüksektir. Hisse senetleri fiyat

davranışlarında, aşırı oynaklıklar tespit edilmektedir. (Aktaş ve Kozoğlu, 2007:38)

F. Mal Riski

Mal fiyatları, arz ve talep şoklarından çok çabuk etkilendiği gibi, doğal afetler, stok miktarında beklenmedik azalma, ağır kış koşulları gibi ekolojik faktörlerin de etkisi altındadır. Mala dayalı menkul kıymetler de fon portföyüne dahil edilebilir. Altın bunlardan en önemlisi olup kıymetli madenler arasında en fazla alım satıma konu olan yatırım aracıdır. (Tully ve Lucey, 2007:317) Altın gibi kıymetli madenlere dayalı varlıkların değer değişimleri karşısında, yatırım fonu portföy değerindeki beklenmedik değişimler, bu risk grubu içerisinde değerlendirilir.

G. Opsiyon Riski

Genel bir kavram olarak opsiyon (option), bir mali varlık veya malın sabitleştirilmiş bir fiyattan belirli bir vadede (vade sonu tarihinde veya vade içerisinde) alma veya satma hakkı doğuran sözleşme biçiminde tanımlanabilir. (Seyidoğlu, 2003:197) Opsiyonlar alım ve satım opsiyonu olarak iki gruba ayrılır. Uygulamada döviz opsiyonlarının yanı sıra pay senedi opsiyonu, pay senedi endeksi opsiyonu, faiz opsiyonu, altın opsiyonu ve gelecek sözleşmeler opsiyonu da yapılmaktadır. (Parasız, 2000:650)

Yatırım fonları gelecekte oluşabilecek dalgalanmalardan fon portföy değerinin etkilenmesini engellemek amacıyla bu korunma yöntemini kullanabilir. Fon portföyünde faizin yukarı hareketinden olumsuz etkilenebilecek devlet tahvili taşıyorsa, faiz üzerine dayalı

satım opsiyonu satın alabilir. Eğer faizler beklendiği gibi hareket eder ve yukarı çıkarsa, önceden prim ödeyerek satın aldığı satım opsiyonunu kullanarak, faizlerin yukarı hareketinin portföy üzerinde yaratacağı olumsuz etkiyi ortadan kaldırmış olur. Eğer faizler beklendiği gibi hareket etmez ve aşağı gelirse önceden prim ödenerek satın alınan satım opsiyonu kullanılmaz. Bu durumda fonun kaybı ödenen opsiyon primi ile sınırlı kalır. Opsiyonlar ağırlıklı olarak piyasa hareketinin her iki yönde de gelişme olasılığının var olduğu dönemlerde tercih edilir. Çünkü vadeli işlem sözleşmelerinden farklı olarak opsiyonların işlem maliyetleri yüksektir.

H. Likidite Riski

Likidite riski genel olarak gereksinim duyulan miktarda fonun gereksinim duyulduğu anda uygun bir maliyetle bulunamaması, elde tutulan finansal varlığın istenilen zamanda ve fiyattan elden çıkarılamaması veya transfer edilememesi sonucunda zarara uğrama olasılığı olarak tanımlanabilmektedir. (Bolak, 2004:11). Likidite riskinin ölçülmesi yatırım aracının alış ve satış fiyatları arasındaki fark üzerinden yapılmaktadır. (Teker, 1996:21). Hukuksal açıdan likidite, zilyedi tarafından derhal başkasına devredilebilen, emre amade nakit paradır. Finansal piyasalarda sık karşılaşılan krizler likiditenin ve bunu yönetebilme becerisinin ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Uygulamada planlanamayan nakit açığı tezgahüstü piyasalarda dalgalamalara da neden olabilmektedir. (Eales, 1995:257).

Fonun katılım paylarını elinde bulunduran yatırımcıların kar beklentileri, daha düşük getiri ile riskiz varlıklara yatırım yapılma oranını aşağı çeken bir unsurdur. Fon yöneticisi aşırı dalgalanmaların yaşandığı dönemde likiditenin daha gerekli olacağı beklentisi ile bu oranı

yukarı çekecek, tersi durumda kâr odaklı hareket ederek birim pay değerinin artırıcı yeni yatırım kararlarını alacaktır. Fonlar her an yeni yatırımcıların katılımı ile portföy değerini büyütebildikleri gibi, katılım paylarının fona geri devredilmesi ile nakit iade etmek durumunda olduklarından likidite önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilebilir.

I. Karşı Taraf Riski

Bu risk türü yatırım fonlarını doğrudan etkileyemez. Yatırım fonları, fon portföyüne aldıkları ve/veya iade ettikleri menkul kıymet işlemlerini, organize piyasalar üzerinden yapmak ve borsa fiyatı ile geçirmek durumundadır.

Ekonomik birimler fon gereksinimlerini öncelikle kendi öz kaynakları ile karşılarlar. Bir ekonomik birimin fazla yatırım yapmak istemesi ek finansman gereksinmesi yaratır. Böylece dış finansman kaynaklarına dolayısıyla finansal pazarlara başvurulur. (Canbaş ve Doğukanlı 1997:1) Finansal piyasalar teşekkül ettirilmeleri açısından düzenli (organized) piyasalar ve tezgahüstü (over the counter) piyasalar şeklinde kurulabilir. Düzenli piyasaların amacı, farklılıkları organize etmek, yatırım araçlarının değişimini sağlamak ve yatırımcıları çeşitli risklerden korumaktır. (Moore, 1983:104) Düzenli piyasalar, standartları belirlenmiş borsalar ve teşkilatlanmış piyasalardan olduğundan, karşı taraf riski, alıcı ve satıcı arasındaki denetim ve gözetim biriminin üzerindedir. Tezgahüstü piyasalarda hem işlem yapanlar, hem de işlem gören menkul kıymetler standardize olmamıştır. Yani koşullarını karşılıklı olarak iki taraf serbestçe belirleyebildiğinden karşı taraf riski hem alıcının hem de satıcının üzerindedir. Karşı taraf riski de bu tür piyasalarda ortaya çıkmaktadır.

2.2.2. Operasyonel Risk

Operasyonel risk diğer risk çeşitleri gibi ölçülebilir faktörlere dayanmayan etkisi önceden tahmin edilmesi güç bir risk türüdür. Basel II düzenlemesinde, operasyonel risk, sistemler, insanlar, dış etmenler yetersiz ya da işlemeyen iç süreçler nedeniyle ortaya çıkabilecek kayıp riski olarak tanımlanmaktadır. (Candan ve Özün, 2006:297) Operasyonel risk, 1990 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yaşanan bankacılık krizleri nedeniyle gündeme gelmiştir. İnsan hataları ve kontrol eksiklikleri vb nedenlerle Basel Komitesi, piyasa ve kredi riskine ilave olarak operasyonel risk için, 1999 yılından itibaren ilave sermaye gerekliliğini açıklamıştır. (Saita, 2007:15)

Finansal piyasalar için operasyonel risk, yetersiz kontroller, insan hatası ya da sistem hatalarına dayanır ki bu hatalar, finansal faaliyetten beklenmeyen kayıplara yol açabilmektedir. (Beaver ve Parker, 1995:219) Operasyonel riskler, şirket içerisindeki örgütlenme ve iç kontrol mekanizmalarının işletilmesi ile büyük ölçüde sınırlandırılabilir. Geçmişte bir çok örnekleri olan ve şirketlerin iflasına kadar ileri boyutlara çıkabilen bu risk türü günümüzün öncelikli risk grubunu oluşturmaktadır. Özellikle son 20-30 yılda yaşanan teknolojik gelişmeler, farklı ve yeni finansal araçlar ve insan doğasının karmaşıklığı, operasyonel risklerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. (Uzunoğlu, 2005:16-70) Bu risk türü, ortaya çıkma nedenleri dikkate alındığında dört grupta incelenebilir. Bunlar insan faktörüne dayalı riskler, bilgi işleme dayalı riskler, dış faktörlere dayalı riskler ve teşkilatlanmış piyasalarda süreye bağlı risklerdir.

A. İnsan Faktörüne Dayalı Riskler

Risk faktörünün insan olması kasıt olup olmamasına göre değerlendirilebilir. Bilgi eksikliği, hatalı işlemler, unutmaya bağlı faktörlerde kasıt yokken, kötü niyetli davranarak, iş akış prosedüründeki eksikliklerden yararlanarak fayda sağlama amacıyla işlem yapılması durumu kasta dayalıdır. Yatırım fonu işleyişi ve kurulma amacı gereği insan faktörüne dayalı risk grubunda kasıt grubuna rastlanmaz. Çünkü kasıt yatırım fonlarının işleyiş mantığına uymamaktadır. Ancak kasıt dışı, hata ve unutmaya bağlı risklerle sık karşılaşılabilir. Fon portföyüne alım ya da satım yapan fon yöneticisinin emir iletirken hatalı miktar veya fiyat girmesi ve işlemin gerçekleşmesi fon portföyünde ve dolaylı olarak fon birim fiyatında beklenmedik dalgalanmaya neden olabilir. Yatırım fonları miktar olarak büyük montanlı işlemler gerçekleştirir. Yapılacak olası hatalı işlemlerin etkisi de o derece artmaktadır.

Yatırım fonları tip ve türlerine göre farklı takas sürelerine tabidir. Fon alım ve/veya satım fiyatı işlem yapılan saate göre değişmektedir. Bunlarda yapılacak hatalı bir kayıt fon fiyatını etkileyecektir. (Satır, 2011:56)

B. Bilgi İşleme Dayalı Riskler

Önemli finansal kayıplara neden olabilecek risk türüdür. Operasyonel risk en yaygın çeşitidir. Yatırım fonlarında pay satışları ve payın fona geri iade süreci fon alım satım sistemleri üzerinden otomatik olarak gerçekleştirilir. Her gün bir çok şehirde ve noktada aynı sürelerde satışa sunulan fonlar saatle yarışarak belli yükümlülükleri zamanında yerine getirmek durumunda olduğundan bilgi işlem alt yapısının iyi

olması, olası operasyonel risklerin de önüne geçilmesini sağlayacaktır. (The Bank for International Settlement (BIS), “Operational Risk Management” www.bis.org/publ/bcbs42.htm 04.04.2017)

C. Dış Faktörlere Dayalı Riskler

Deprem, yangın, sel gibi beklenmedik faktörler bu risk grubu içerisinde tanımlanır. Kurumlar olağan günlerde acil eylem planları hazırlayıp, senaryo örnek vakalarla beklenmedik olaylara hazırlık yaparlar. Böyle dönemlerde hangi personelin neyi gerçekleştireceği ve nasıl davranacağı önceden belirlenir. Sistemlerin etkilenmesi durumunda yedek sistemlerin nasıl devreye alınıp işlemlerin nasıl sonuçlanmasına ilişkin eğitimleri verilir. Deprem gibi kapsam alanı geniş olabilecek doğal afetlerde yedek sistemlerin farklı bölgelerde kurulumları yapılarak bu risk türü minimize edilir. Dış faktörler beklenmedik doğal olaylar olabileceği gibi, firma dışında gelişen her olay bu grupta incelenir. (Satır, 2011:57-58)

D. Teşkilatlanmış Piyasalarda Süreye Bağlı Riskler

Yatırım fonlarının ana işleyiş ilkesi, fon portföyüne yapılan tüm alım satım işlemlerinin teşkilatlanmış piyasalar üzerinden yapılmasıdır. Bu piyasalarda işlemlerin aksamadan yürütülebilmesi için takas ve işlem süreleri konulmuştur. Bu sürelere uyulup uyulmadığı üye bazında takip edilmektedir. Örneğin Türkiye’de kurulu bir yatırım fonu, fon portföyüne hisse senedi satın almışsa takas (Takas, menkul kıymetin alınıp naktin teslim edilmesi veya naktin alınıp menkul kıymetin teslimi demektir) günü iki gündür. İşlemi yapıldığı günü takip eden ikinci iş günü saat 14:30’a kadar naktin takas hesabına geçilip hisse senedinin tesliminin yapılması gerekir. Bu süreye uyulmaması durumunda Kurum

temerrüde düşmüş olur. Takas süresi sonu itibari ile yükümlülüklerini yerine getirmeyerek temerrüde düşen üyeye, aynı gün içinde EFT kapanış saatine kadar yükümlülüğünü yerine getirirse, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası, Repo-Ters Repo Pazarı'nda veya TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından yüksek olanı esas alınarak hesaplanan tutar kadar temerrüt faizi uygulanır. (Satır, 2011:58) Temerrüt faizi, vadesi gelmiş olduğu halde borcunu ödemiş olan borçlunun temerrüt tarihinden itibaren geçen günler için ödemek zorunda olduğu faizdir. Temerrüt faizi maliyeti artırıcı bir unsurdur.

2.2.3. Yönetim Riski

Yatırım fonların karşı karşıya kaldığı üçüncü ana risk türü yönetim riskidir. Yönetim riski, üst düzey yönetici kadrosunda bulunması gereken niteliklerin, tecrübenin ve yeterli bilgi düzeyinin olmayışından dolayı ortaya çıkan, ölçülmesi zor olan nitel bir risktir. (Atan, 2002:34) Yönetim riski insan faktörü ağırlıklı bir risk türüdür. İnsan aldığı eğitimlerle ne kadar profesyonel olsa da sosyal ve duygusal bir varlıktır. Yaşanan piyasa dalgalanmalarında fiyat düşüşleri psikolojik olarak kabul edilmez. Pozisyonun yönünde olumlu beklentiler zamanla katlanılmaz düzeylerde zararlara dönüşünce, sonuç tüm gerçekliği ile görülmeye başlanır. Bu örnek bireysel yatırımcı psikolojisidir ve piyasada çok sık olarak görülür. Fakat yatırım fonlarının bu süreci yaşamaması gerekir. Karar alma sürecinin birden fazla profesyonelin katkılarıyla belirlenmesi, yatırım kararlarında araştırma biriminin analiz, rapor, tavsiye ve beklentilerin öncelikli olması, hem iç hem de dış denetimlerin varlığı, bireysel aşırılıkların önünde ön büyük engeldir. Bu risk türü,

karar alma sürecine dayalı riskler, denetim eksikliğin dayalı riskler ve aşırı güven riskinden oluşmaktadır.(The Bank of International Settlement (BIS), “Operational Risk Management”, www.bis.org/publ/bcbs42.htm 06.04.2017)

A. Karar Alma Sürecine Dayalı Riskler

Yatırım fonları yasal sınırlamalar gereği bu risk türünün sınırlı etkisi altındadır. Fon kurulu deneyimli üyelerden oluşur. Objektif ve analiz gücü yüksek profesyonellerden seçilir. Araştırma birimlerinin yayınladıkları çalışmalara dayanan alım satım kararlarına ağırlıklı yer verilir. Gelişmiş bilgisayar programları ile en fazla getiri yüksek risk seçenekleri ile daha az riskli, dengeli getiri seçeneklerinin uyumlu kombinasyonlarına yer verilmeye çalışılmaktadır. Bu nedendir ki yatırım fonları diğer yatırım alternatiflerine göre riski oldukça sınırlandırılmış yatırım araçlarıdır.

B. Denetim Eksikliğine Dayalı Riskler

Denetim süreci dinamiktir. Yapılan işin niteliği ve sonuçlarına göre seçilen denetim şekli farklılık göstermektedir. Ülkemizde serbest fonlar dahil tüm yatırım fonları, her yıl bağımsız denetim şirketlerce denetlenmektedir. Ayrıca rutin SPK kontrolleri altındadır. Bu kontroller portföye alınan menkul kıymetlerin alış ve satış fiyatlarından, günlük ve/veya dönemsel giderleştirilen masrafların doğru zaman ve yerde yapılıp yapılmadığına kadar her aşama sıkı denetim ve kontrolden geçilir. Haftalık olarak SPK'ye bildirilen raporlarla ön kontroller de yapılmaktadır. Fakat yurt dışında kurulu serbest fonlar denetime tabi değildir. Yapılan işlemlerin büyüklüğü taşıdıkları riskin de katlanarak artmasına neden olmaktadır. Bu riski sınırlandırmanın öncelikli koşulu,

denetim fonksiyonunu artırmaya bağlıdır. Bu nedendir ki serbest yatırım fonları dışındaki tüm fonlar sınırlı olarak denetim eksikliğine dayalı risklerle karşı karşıyadır. (Satır, 2011:60)

C. Aşırı Güven Riski

Yatırım fonları yöneticisi ve fon kurulu üyeleri önemli deneyim ve bilgi birikimi olan, yeterliliğini ispatlamış şahıslardan oluşur. Kişilerin öz geçmişleri yatırım fonu yönetimine talip olmaya engel ise örneğin yüz kızartıcı bir suçtan dolayı uyarı ve/veya para cezasına çarptırılmışsa bu görevi üstlenmesi olanaklı değildir. Fonlar, inançlı mülkiyet esasına dayanmaktadır. Fakat yurt dışında yerleşik bazı serbest fonlar yüksek kaldıraçlı (Mevcut teminat miktarının 50 katına kadar pozisyon açmaktır) işlemlere girerek aşırı riskler almaktadır. Bu serbest fonlar denetime tabi değildirler. Potansiyeli yüksek yatırımcılara satışa sunulan bu fonlar, toplanan büyük miktarda nakit paranın, uluslararası alanda portföy kısıtlarına takılmadan riskli varlıklara ve kaldıraç oranı yüksek piyasalarda işlem yapmaları bu fonların katılma belgeleri sahipleri açısından aşırı güven riskini oluşturmaktadır. Reagan'ın "Güven fakat doğruluğunu kanıtla" sözü bu dönemde "güvenmek istiyorsan, kuşkucu ol, doğruluğunu kanıtla ve tekrar doğruluğunu kanıtla" ya dönüşmüştür. (Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, "2008 Krizinden Alınan Dersler", Kurumsal Yatırımcı Dergisi, Sayı No.5, Nisan-Haziran 2009, s.58)

2.2.4. Ülke Riski

Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arttıkça riskin kaynağı olma derecesi azalmaktadır. Fakat getiri tercihinin ön plana çıktığı dönemlerde, risk göz ardı edilip riskli gruba giren ülkelere dışarıdan sıcak para girişlerinin hızlandığı süreçler dönemsel olarak yaşanmaktadır. 1980 yıllara kadar gelişmekte olan ülkeler Keynesyen politikaların etkisi altında devletlerin müdahaleleri ile baskı altında kalmıştır. Yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda dış tasarrufların yatırımlar ve büyüme için kaynak yaratacağını ileri süren ve bunun için sermaye hareketlerine serbesti tanınması gerektiğini kabul eden sözkonusu Neo-klasik yaklaşım, ayrıca gelişmekte olan ülkelerde böyle bir oluşumun sorun çıkarmaması için öncelikle para piyasası ve kamunun dengesinin sağlanmış olması gerektiğini vurgulamıştır. (Soyak, 2002:24)

Riskin sonucu kaçınılmaz bir bedeldir. Ülke riski açısından kaçınılmaz bedel ise, var olan ekonomik koşulların bozulmasına bağlı GSMH'da yaşanabilecek büyük düşüşler ardından gelir kaynağının beklenmedik miktar ve oranda azalmasıdır. Bu riskler makro ekonomik göstergelerdeki hızlı bozulmadan kaynaklanabileceği gibi, ülke yönetimin ekonomik koşulları dikkate alarak yasal düzenlemelerde değişikliğe gitmelerinden de kaynaklanıyor olabilir.

A. Makro Ekonomik Göstergelere Dayalı Riskler

Makro ekonomik göstergeler bir ülke ekonomisinin mevcut durumunu gösteren istatistiklerdir. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla, Enflasyon, İstihdam, Ödemeler Dengesi bu göstergelerden bazılarıdır. Ülkelerin güvenilirlikleri ve yatırım yapılabilir düzeyde olup olmadıklarını

belirleyen öncelikli unsur, göstergelerin doğru ve tarafsız kurumlarca takip ve düzenli olarak ilanılmasıdır. Ülke içerisindeki kurumsallaşma oranı ne derece yüksek olursa, istatistiklere güven o derece artmaktadır. Uluslararası alanda derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların kaynağı yine ülkelerin açıklamış oldukları göstergelere bağlıdır. (Satır, 2011:63)

Ülke riskinin artıyor olması, temel makro ekonomik göstergelerdeki bozulmaya bağlanır. 1997 yılında Tayland'da başlayan krizin, Dünya'nın bir çok yerinde finansal dalgalanmaya neden olması, ülke riskinin en belirgin örneklerinden birinin yaşanmasına neden olmuştur. (Krugman, 2008:77) Ülkelerin Toplam Borç/GSMH oranındaki artış, borçluluk rasyolarının bozulması, borçlanmaya dayalı büyüme stratejisi veya ürettiğinden daha fazla tüketme eğiliminin artarak devam etmesi, enflasyondaki artış, ödemeler dengesindeki bozulmalar, ithalattaki artış, ulusal paranın değer kaybetmesi, içeride üretmek yerine ithal etmenin cazibesinin artmasına bağlı üretimde kapasite kullanımındaki düşüş ve istihdam oranındaki bozulmalar hepsi birbirini besleyen olumsuz sonuçlardır.

B. Yasal Düzenleme Riskleri

Yasal düzenlemeler, yabancı para hareketlerinin yönünü belirleyen öncül faktörlerden biridir. Ülkeler yurt dışından kaynak girişlerini hızlandırmak istediklerinde vergi avantajları sağlamak, işlem prosedürlerini azaltmak ve teşvikleri artırma yolunu tercih eder.

Yatırım fonları açısından yasal düzenleme riskleri ülkelerin vergi politikaları ve para hareketlerine getirilebilecek kısıtlama kararlarıdır. Vergi oranlarının artırılması reel getiriye düşürür. Vergi fon varlık

değerini azaltıcı bir gider olduğundan birim pay değerinin düşürür. Pay değerinin düşmesi reel getirinin düşmesine neden olacaktır. Alternatif yatırım araçları arasındaki getiri farklarının oluşması, tasarruf sahiplerini yeni yatırım arayışlarına iteeceğinden yatırım fonlarının toplam varlık değerindeki düşüşler döngüsel olarak yatırım yapılabilecek araç seçeneklerinde azalmaya, ardından da getiri dalgalanmalarına neden olacaktır. (Satır, 2011:64)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM PROJELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİNDE

BİR ÖRNEK UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN TANIMI VE KAPSAMI

Firmanın Ünvanı : “ABC” Makine Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Faaliyet Konusu : Mutfak Aspratörleri, Hava perdeleri ve Klima üretimi

Şirket, fabrika ve diğer sosyal tesisler dahil 12.500 m² kapalı, toplam 15.000 m² alan içinde idari, teknik personel ve işçiler dahil toplam 150 kişi istihdam ile günde tek vardiya çalışma sistemi ile üretim yapmaktadır.

Bir ayda 10.000 adet mutfak aspratörü imal etmekte olup bunun yaklaşık %95’ini Avrupa ülkelerine ihrac etmektedir. Artan talebi karşılayabilmek ve satışlarda ihracata verilen ağırlık nedeni ile firma üretim kapasitesini %50 artırma düşüncesi ile yatırımlara başlamıştır. Yatırımın tamamlanması ile ayda 15.000 adet mutfak aspratörü üretim kapasitesi gerçekleşmiş olacaktır.

Söz konusu proje genişleme ve büyüme yatırımı olup teknik ve vasıflı işçi olarak ek istihdam sağlanacaktır.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Projeye uygulanan “Finansal Analiz” değerlendirmesi ile projeye ilişkin nakit giriş ve çıkışların doğrultusunda finansal kaynakların gereksinimini, bunların nerelerden ve nasıl sağlanacağı, ne tutarda bir

yatırımın işletme tarafından istenilen karlılık ve fayda düzeyini artırarak varlığını devam ettirebilmesinin mümkün olup olmadığının değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Projenin değerlendirilmesi sonucunda, işletmenin mali verileri ve rasyoları istenilen düzeyde değil ise, yabancı kaynaklı finansman gereksiniminde işletmenin kredibilitesi uygun değilse, işletmenin öz kaynakları düşünülen yatırım projesi için yetersiz kalacağından projeden vazgeçilecektir. Aksi halde firmanın öz sermayesini yitirmesinin yanında yabancı kaynaklardan sağlanan finansman sonucunda ağır bir finansman yükü altında firmanın varlığını devam ettirmesi mümkün olmayacaktır.

3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ UYGULANMASI

Tablo 1 ve Tablo 2’ deki mali veriler dikkate alınarak, Tablo 3’ de işletmenin en son 3 bilanço dönemine ait düzenlenmiş fiili bilanço ve gelir tablolarının Yüzde (dikey) analiz tekniği uygulanarak değerlendirilmesi aşağıda açıklanmıştır.

Tablo 3’ e göre;

2012 yılında hazır değerler toplam aktif içinde %7’lik bir oran teşkil ederken, cari aktifler içinde %11’lik bir orana sahiptir. 2013 yılında hazır değerler toplam aktif içinde %3’lük bir orana sahipken, cari aktifler içinde %6’lık bir oran teşkil etmektedir. 2014 yılında ise hazır değerler aktif toplam içinde %4’lük bir orana sahipken, cari aktifler içinde %8’lik bir oran teşkil etmektedir. 2012 yılında hazır değerler toplamı oransal olarak 2014 yılında ise rakamsal olarak en büyük değerdedir. İşletme sürekli yatırım yapmakta olup nakit giderleri fazla olmaktadır.

2012 yılında ticari alacaklar senetli ve senetsiz ticari alacaklardan oluşmakta olup aktif toplam içinde %45 düzeyindedir. Cari aktif içindeki oranı ise %72'dir. 2013 yılında ticari alacakların aktif toplam içindeki oranı %29'dur. Dönen değerler içindeki oranı ise %61 düzeyindedir. Dönemler itibarı ile her 3 dönemde ticari alacaklar senetli ve senetsiz ticari alacaklardan oluşmakta olup, 2014 yılında ise aktif toplam içindeki oranı %25'tür. Dönen değerler içindeki düzeyi ise %50'dir. 2014 döneminde ticari alacaklar rakamsal olarak artmış olup aktif varlıkların artması sonucunda oransal olarak azalış kaydetmiştir. Dönemler itibarı ile senetli ticari alacaklar rakamsal ve oransal olarak ticari alacaklar içinde yekün teskil etmektedir. Ticari alacakların içinde senetli ticari alacakların fazla olması firmanın lehinedir. Dolayısıyla; firma piyasadaki rekabetçi ortamdan etkilenmeden ürünlerini rahat satabilmekte, alıcı bulabilmektedir.

2012 yılında stoklar, aktif toplam içinde %10 düzeyinde iken, cari aktifler içinde %16 düzeyindedir. Stoklar hammadde, mamul mal, ticari mal ve diğer stoklardan oluşmaktadır.

2013 yılında stoklar aktif toplamın içinde %13 düzeyinde iken cari aktifler içinde %28 düzeyindedir. 2014 yılında stokların toplam aktifte oranı %16 düzeyindedir. Cari aktifler içinde ise %33 düzeyindedir. Stokların dönemler itibarı ile arttığı gözlenmektedir. Üretim kapasitesindeki artış elde bulundurulması gereken stok miktarının artmasına sebebiyet vermektedir.

Dolayısıyla cari aktifler, toplam aktifler içinde 2012 yılında %62, 2013 yılında %48 ve 2014 yılında %49 düzeyindedir. İşletme faaliyetlerinin devamında temin ettiği kısa vadeli yabancı kaynakları aynı dönem faaliyetleri ile rahatlıkla karşılayabilmektedir.

2012 yılında duran varlıklar içinde bulunan yapılmakta olan yatırımlar toplam aktif içinde %8 düzeyindedir. Yapılmakta olan yatırımlar hariç maddi duran varlıklar : arazi ve arsalar, tesis makine ve cihazlar, taşıtlar demirbaşlar, diğer maddi duran varlıklardan oluşmaktadır. Net maddi duran varlıklar, toplam aktif içinde %37 oranındadır. Duran varlıklar 2013 yılında toplam aktif içinde %53 oranında, 2014 yılında ise %59 oranındadır. Yapılmakta olan yatırımlar, yıllar itibarı artış olup 2014 yılında binalara devredilmiştir. İşletmedeki makine ve bina yatırımı nedeni ile maddi duran varlıklar yıllar itibarı ile artış göstermektedir.

Pasif toplam içinde, kısa vadeli yabancı kaynaklar; kısa vadeli mali borçlar, ticari borçlar ve diğer borçlardan oluşmaktadır. 2012 döneminde toplam pasif içinde %41 düzeyindedir. Kısa vadeli finansal borçların toplam pasif içindeki oranı %2, kısa vadeli borçlar içindeki oranı %6 düzeyindedir.

Ticari borçlar senetli ve senetsiz borçlardan oluşup, pasif toplam içindeki düzeyi %34, kısa vadeli borçlar içindeki oranı ise %82'dir. Ticari borçların daha çok senetsiz ticari borçlardan oluşması işletmenin piyasadaki güvenilirliği bakımından bir ölçü olarak değerlendirilebilir.

2013 döneminde kısa vadeli borçlar, pasif toplam içinde %28 düzeyindedir. Aynı dönem kısa vadeli finansal borçlar, toplam pasif içinde %3, ticari borçlar %11 düzeyinde olup ağırlıklı senetsiz ticari borçlardan oluşmaktadır. Kısa vadeli borçlar içinde ise finansal borçlar %9, ticari borçlar %38 düzeyindedir.

2014 yılında pasif toplamın içinde, kısa vadeli borçlar %28 düzeyinde olup, kısa vadeli finansal borçlar %3, ticari borçlar da %10

düzeyindedir. Kısa vadeli borçlar içinde finansal borçlar %12, ticari borçlar ise %36 düzeyindedir. Kısa vadeli finansal borçlar dönemler itibarı ile cüzi olarak rakamsal artmıştır. Ticari borçlar ise dönemler itibarı ile oransal düzeyde azalıştır.

Dolayısıyla firmanın yıllar itibarı ile göstermiş olduğu faaliyetler sonucu edindiği cari aktif değerleri ilgili dönem kısa vadeli borçlarını rahatlıkla karşılayabilmektedir.

Uzun vadeli kaynaklar pasif toplam içinde 2012 yılında %6, 2013 yılında %8 ve 2014 yılında %8 düzeyindedir. Duran varlık yatırımında kullanılan yabancı kaynaklar uzun vadeli finansal borçların artmasına neden olmuştur. Duran varlıklar olması gerektiği gibi uzun vadeli finansal borçlanma ile sağlanmıştır.

Öz kaynaklar pasif toplam içinde 2012 yılında %53 düzeyinde, 2013 ve 2014 yılında %64 düzeyindedir. Firmanın otofinansman yolu ile karlılığı artmıştır.

3.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

3.4.1. Mali Tabloların Değerlendirilmesi

Cari Oran (Banker Oranı) :

Cari Oran = Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar

Yukarıdaki cari oran ile ilgili açıklamalar ışığında genel olarak kabul edilebilir değer 2'dir. Ancak sermaye piyasasının yeterince gelişmediği az gelişmiş ülkelerde oranın 1,5 olmasının borç ödeme gücü açısından yeterli olacağı ileri sürülmektedir. Buna göre ilgili tablodan da

görüldüğü gibi uygulamada dönemler itibarı ile cari oran kabul edilebilir makul seviyelerdedir.

Likidite Oranı (Asit Test Oranı) :

Likidite Oranı = Para mevcudu + Menkul Değ.+ K.V.A. / K.V.B.

Genellikle likidite oranının “1” olması yeterli kabul edilmektedir. Uygulamada, tablodan da görüldüğü gibi dönemler itibarı ile normal seviyededir.

Nakit Oranı :

Nakit Oranı = Hazır Değerler / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Genellikle nakit oranı' nın %20 (0.20) olması yeterli kabul edilir. Uygulamada tablodan da görüldüğü gibi tam istenilen düzeyde olmasa da makul seviyelerde görülmektedir. Firmanın yatırım aşamasında bulunması nakit akışını etkilemektedir.

Kaldıraç Oranı (Borç Oranı) :

Yabancı Kaynaklar Toplamı / Aktif Toplam

Gelişmiş ekonomilerde varlığını sürdüren firmaların toplam yabancı kaynaklarının toplam aktif içinde %50'nin üzerinde görülmesi olumsuz olarak değerlendirilir. Uygulamada dönemler itibarı ile kaldıraç oranı olumlu düzeydedir.

Öz Sermaye Oranı :

Öz Kaynaklar / Toplam Aktifler

Öz sermayenin aktif toplamına oranı asgari %35-40 düzeyinde olması normal olarak kabul edilebilir. Uygulamada istenilen düzeyin üzerinde olup olumlu seviyededir.

Öz Kaynakların Yabancı Kaynaklara Oranı :

Öz Sermaye / Borçlar (Kısa ve Uzun Vadeli) toplamı

Bu oranın 1' den büyük olması işletme faaliyetlerinde kullanılan iktisadi varlıkların büyük bir kısmının öz sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Uygulamada dönemler itibarı ile değerler 1' den büyük olduğu için olumlu düzeydedir.

Aktif veya Kaynaklar Oranı :

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Pasifler

Sanayi işletmelerinde bu oranın 1/3'ü aşmaması gerekir. Uygulamada 2012 döneminde cüzi olarak bu değer üstünde görülmesine karşın en son iki dönemde istenilen olumlu seviyelerdedir.

Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Devamlı Sermaye Oranı:

Bu oranın da sanayi işletmelerde 1/3 'ü aşmaması gerektiği söylenebilir. Uygulamada dönemler itibarı ile olumlu düzeydedir.

Öz varlık Oranı :

Net Maddi Duran Varlıklar / Özkaynaklar Oranı

Oranın genel olarak 1'den küçük olması istenir. Uygulamada dönemler itibarı ile olumlu düzeydedir.

Banka Kredileri / Toplam Aktifler Oranı :

İmalat sanayisinde işletmelerin varlık teminindeki banka kredilerinin ortalama payı %20 - %25 civarındadır. Uygulamada dönemler itibarı ile makul seviyelerdedir.

Banka Kredileri / Toplam Borç Oranı :

Bu oranın %50'yi aşmaması istenir. Uygulamada dönemler itibarı ile istenilen olumlu düzeydedir.

Stok Devir Hızı :

Stok Devir Hızı = Satışların Maliyeti (SMM) / Ortalama Stok

Ortalama Stok = (Dönem başı stok + Dönem sonu stok) / 2

Stok devir hızının yeterliliği ile ilgili kesin bir standart yoktur. Aynı iş kolundaki benzer firmalarla karşılaştırılabilir. Uygulamada, dönemler itibarı ile stok devir hızı yüksek olup işletme stoklarını hızlı bir şekilde mamul haline getirip satmaktadır.

Alacak Devir Hızı :

Alacak Devir Hızı = Kredili Satışlar / Ortalama Ticari Alacaklar

Alacak devir hızının yüksekliği genel olarak işletme için olumlu bir gösterge olarak kabul edilir. Uygulamada alacak devir hızı yüksek olup, alacaklar makul süre içinde tahsil edilebilmektedir.

Ticari Borçlar Devir Hızı :

$$\text{Ticari Borç Devir Hızı} = \text{Kredili Alımlar} / \text{Ticari Borçlar}$$

İşletmelerde ticari borç devir hızının yavaşlaması işletmeye ek finansman olanağı sağlar. Ancak bu oranın aşırı yavaşlaması işletmenin borç ödeme güçlüğü içinde olduğunu da gösterebilir. Uygulamada borç ödeme süresi kısa olup borçlarını rahatlıkla ödeyebildiği görülmektedir. Hatta firmanın daha çok peşin alışveriş yaptığı düşünülebilir.

Aktif Devir Hızı :

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Ortalama Aktifler}$$

Bu oran işletmenin sermaye yoğunluğunun veya aktif kullanımının bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Oranın büyük sanayi işletmelerinde 2, küçük sanayi işletmelerinde ise 2-4 arasında olması normal değerlendirilir. Uygulamada dönemler itibarı ile makul seviyelerde olumlu düzeydedir.

Net İşletme Sermayesi :

$$\text{Net İşletme Sermayesi} = \text{Dönen Degerler} - \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

Net işletme sermayesinin pozitif değerde olması olumlu değerlendirilir. Uygulamada dönemler itibarı ile net işletme sermayesi olumlu olarak pozitif degerdedir. Dolayısıyla kısa vadeli borçlar cari aktif değerler tarafından rahatlıkla karşılanabilmektedir.

Tablo 1. İşletmenin En Son 3 Dönem Bilanço Aktif Hesapları

BİLANÇO				(TL)
AKTİFLER		31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
1	DÖNEN VARLIKLAR	1.985.908	2.070.247	2.957.332
10	Hazır Değerler	1.309.670	939.304	927.623
100	Kasa	41.000	68.804	97.501
101	Alınan Çekler	1.147.000	900.000	750.225
102	Bankalar	71.750	65.000	93.000
103	Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri (-)	59.380	94.500	68.907
108	Diğer Hazır Değerler	109.300	0	55.804
12	Ticari Alacaklar	324.320	410.206	776.800
120	Alıcılar	259.000	325.980	490.500
121	Alacak Senetleri	0	0	275.800
122	Alacak Senetleri Reeskontu (-)	0	0	0
126	Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0	0
127	Diğer Ticari Alacaklar	65.320	84.226	10.500
128	Şüpheli Ticari Alacaklar	0	0	0
129	Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı (-)	0	0	0
13	Diğer Alacaklar	0	0	0
15	Stoklar	335.707	599.289	1.006.300
150	İlk Madde ve Malzeme	233.389	450.000	950.000
151	Yarı Mamuller-Üretim	0	0	0
152	Mamuller	85.300	125.300	10.500
153	Ticari Mallar	9.450	18.300	0
157	Diğer Stoklar	7.568	5.689	45.800
158	Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0	0
159	Verilen Sipariş Avansları	0	0	0
19	Diğer Dönen Varlıklar	15.811	121.448	246.609
190	Devreden Katma Değer Vergisi	9.300	75.645	121.809
191	İndirilecek Katma Değer Vergisi	0	0	0
192	Diğer Katma Değer Vergisi	6.511	45.803	124.800
193	Pesin Ödenen Vergiler ve Fonlar	0	0	0
2	DURAN VARLIKLAR	1.242.384	2.318.066	3.150.014
25	Maddi Duran Varlıklar	1.242.384	2.318.066	3.150.014
250	Arazi ve Arsalar	10.053	169.803	169.803
251	Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri	0	0	145.494
252	Binalar	0	265.000	755.000
253	Tesis, Makine ve Cihazlar	682.005	1.135.303	1.429.103
254	Taşıtlar	170.205	297.350	298.509
255	Demirbaşlar	87.600	230.304	235.600
256	Diğer Maddi Duran Varlıklar	253.000	286.000	620.405
257	Birikmiş Amortismanlar (-)	225.479	475.301	503.900
258	Yapılmakta Olan Yatırımlar	265.000	409.607	0
259	Verilen Avanslar	0	0	0
	TOPLAM AKTİFLER	3.227.892	4.388.313	6.107.346

Tablo 2. İşletmenin En Son 3 Dönem Bilanço Pasif Hesapları

	PASİFLER	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
3	KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	1.296.323	1.170.579	1.644.401
30	Mali Borçlar	78.750	118.000	210.000
300	Banka Kredileri	78.750	118.000	210.000
303	U. V. Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0	0
309	Diğer Mali Borçlar	0	0	0
32	Ticari Borçlar	1.050.000	383.438	541.900
320	Satıcılar	1.050.000	383.438	541.900
321	Borç Senetleri	0	0	0
322	Borç Senetleri Reeskontu (-)	0	0	0
329	Diğer Ticari Borçlar	0	0	0
33	Diğer Borçlar	5.604	0	0
331	Ortaklara Borçlar	0	0	0
335	Personele Borçlar	5.604	0	0
36	Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	5.135	28.406	45.345
360	Ödenecek Vergi ve Fonlar	1.325	9.501	19.545
361	Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	3.810	18.905	25.800
368	Vadesi Geç.,Ertelen./Taksit. Vergi ve D. Yük.	0	0	0
369	Ödenecek Diğer Yükümlülükler	0	0	0
37	Borç ve Gider Karşılıkları	156.834	640.735	847.156
370	Dönem Karı Vergi ve Diğ. Yasal Yük. Karş.	156.834	640.735	847.156
371	Dönem Karı Peşin Öd. Vergi ve Diğ. Yük. (-)	0	0	0
4	UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	185.000	338.745	486.248
40	Mali Borçlar	185.000	338.745	486.248
400	Banka Kredileri	185.000	338.745	486.248
405	Çıkarılmış Tahviller	0	0	0
5	ÖZ KAYNAKLAR	1.746.569	2.878.989	3.976.697
50	Ödenmiş Sermaye	1.250.000	1.250.000	2.000.000
500	Sermaye	1.250.000	1.250.000	2.000.000
501	Ödenmemiş Sermaye (-)	0	0	0
52	Sermaye Yedekleri	92.348	130.500	0
524	Maliyet Bedeli Artışları Fonu	0	0	0
529	Diğer Sermaye Yedekleri	92.348	130.500	0
57	Geçmiş Yıllar Karları	85.800	197.603	0
570	Geçmiş Yıllar Karları	85.800	197.603	0
58	Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0	0
580	Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0	0
59	Dönem Net Karı (Zararı)	318.421	1.300.886	1.976.697
591	Dönem Net Karı	318.421	1.300.886	1.976.697
592	Dönem Net Zararı (-)	0	0	0
	TOPLAM PASİFLER	3.227.892	4.388.313	6.107.346

Tablo 3. İşletmenin En Son 3 Dönem Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU		31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
60	Brüt Satışlar	15.514.571	20.303.842	26.009.506
600	Yurtiçi Satışlar	753.508	1.053.201	1.250.000
601	Yurtdışı Satışlar	14.759.803	19.250.641	24.759.506
602	Diğer Gelirler	1.260	0	0
61	Satış İndirimleri (-)	172.708	90.450	15.050
610	Satıştan İadeler (-)	75.305	25.305	1.250
611	Satış İskontoları (-)	97.403	65.145	13.800
612	Diğer İndirimler (-)	0	0	0
	NET SATIŞLAR	15.341.863	20.213.392	25.994.456
62	Satışların Maliyeti (-)	11.998.008	14.951.369	18.505.903
620	Satılan Mamuller Maliyeti (-)	11.875.301	14.900.564	18.470.500
621	Satılan Ticari Mallar Maliyeti (-)	35.207	50.805	35.403
622	Satılan Hizmet Maliyeti (-)	87.500	0	0
	BRÜT SATIŞ KARI VEYA (ZARARI)	3.343.855	5.262.023	7.488.553
63	Faaliyet Giderleri (-)	2.754.511	3.155.808	4.495.900
630	Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	139.056	55.307	25.400
631	Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	370.107	0	50.600
632	Genel Yönetim Giderleri (-)	2.245.348	3.100.501	4.419.900
	FAALİYET KARI VEYA (ZARARI)	589.344	2.106.215	2.992.653
64	Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Karlar	0	55.306	45.300
640	İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0	0
641	Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0	0
649	Diğer Olağan Gelir ve Karlar	0	55.306	45.300
65	Diğer Faaliyet, Olağan Gider ve Zararlar (-)	43.589	104.600	83.100
653	Komisyon Giderleri (-)	0	0	0
656	Kambiyo Zararları (-)	40.000	80.000	70.000
659	Diğer Olağan Gider ve Zararlar (-)	3.589	24.600	13.100
	OLAĞAN KAR VEYA (ZARAR)	545.755	2.056.921	2.954.853
66	Finansman Giderleri (-)	50.500	75.300	130.500
660	Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	50.500	75.300	130.500
661	Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0	0
67	Olağandışı Gelir ve Karlar	0	0	29.500
671	Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0	0
679	Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar	0	0	29.500
68	Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	20.000	40.000	30.000
680	Çalışmayan Kısım Gider ve Zararları (-)	20.000	40.000	30.000
681	Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	0	0
689	Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	0	0	0
69	DÖNEM KARI VEYA (ZARARI)	475.255	1.941.621	2.823.853
		475.255	1.941.621	2.823.853
691	Dönem Karı Vergi ve Diğ. Yasal Yük. Karş. (-)	156.834	640.735	847.156
692	Net Dönem Karı veya (Zararı)	318.421	1.300.886	1.976.697

Tablo 4. “ABC” A.Ş.’nin Gelir Tablosu

“ABC” MAKİNE SANAYİ VE TİC. A.Ş.					TL	
GELİR TABLOSU	31.12.2012	%	31.12.2013	%	31.03.2014	%
NET SATIŞLAR	15.341.863	100	20.213.392	100	25.994.456	100
Satışların Maliyeti (-)	(11.998.008)	(78)	(14.951.369)	(74)	(18.505.903)	(71)
BRÜT SATIŞ KAR VEYA (ZARARI)	3.343.855	22	5.262.023	26	7.488.553	29
Faaliyet Giderleri (-)	(2.754.511)	(18)	(3.155.808)	(16)	(4.495.900)	(17)
FAALİYET KARI VEYA (ZARARI)	589.344	4	2.106.215	10	2.992.653	12
Finansman Giderleri (-)	(50.500)	(0)	(75.300)	(0)	(130.500)	(1)
Diğ. Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Kar.	0	0	55.306	0	45.300	0
Diğ. Faaliyet. Olagan Gid. ve Zararlar(-)	(43.589)	(0)	(104.600)	(1)	(83.100)	(0)
OLAĞAN KAR VEYA (ZARAR)	495.255	3	1.981.621	10	2.824.353	11
Olağanüstü Gelir-Gider Farkı	(20.000)	(0)	(40.000)	(0)	(500)	(0)
DÖNEM KARI VEYA (ZARARI)	475.255	3	1.941.621	10	2.823.853	11
Dön. Karı Ver. ve Diğ.Yas. Y. Karş.(-)	(156.834)	(1)	(640.735)	(3)	(847.156)	(3)
Net Dönem Karı veya (Zararı)	318.421	2	1.300.886	6	1.976.697	8
AKTİFLER						
DÖNEN VARLIKLAR	2.044.888	62	2.164.747	48	3.026.239	49
Hazır Değerler	222.050	7	133.804	3	246.305	4
Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0	0
Senetsiz Ticari Alacaklar	324.320	10	410.206	9	501.000	8
Senetli Ticari Alacaklar	1.147.000	35	900.000	20	1.026.025	17
Ort. ve Grup Şirketlerinden Alacaklar	0	0	0	0	0	0
Stoklar	335.707	10	599.289	13	1.006.300	16
Diğer Dönen Varlıklar	15.811	0	121.448	3	246.609	4
DURAN VARLIKLAR	1.242.384	38	2.318.066	52	3.150.014	51
Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	0	0	0	0
Yapılmakta Olan Yatırımlar	265.000	8	409.607	9	0	0
Leasing Yatırımları	0	0	0	0	0	0
Ort. ve Grup Şirketlerinden Alacaklar	0	0	0	0	0	0
Mali Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0
Geçici Taahhüt Zararı	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	1.202.863	37	2.383.760	53	3.653.914	59
Birikmiş Amortismanlar (-)	(225.479)	(7)	(475.301)	(11)	(503.900)	(8)
Diğer Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0
TOPLAM AKTİFLER	3.287.272	100	4.482.813	100	6.176.253	100
PASİFLER						
KISA VAD. YABANCI KAYNAKLAR	1.355.703	41	1.265.079	28	1.713.308	28
Mali Borçlar	78.750	2	118.000	3	210.000	3
Kısa Süreli Leasing Borcu	0	0	0	0	0	0
Senetsiz Ticari Borçlar	1.050.000	32	383.438	9	541.900	9
Senetli Ticari Borçlar	59.380	2	94.500	2	68.907	1
Ortaklar ve Grup Şirketlerine Borçlar	0	0	0	0	0	0
Diğer Borçlar	167.573	5	669.141	15	892.501	14
UZUN VAD. YABANCI KAYNAKLAR	185.000	6	338.745	8	486.248	8
Mali Borçlar	185.000	6	338.745	8	486.248	8
Uzun Süreli Leasing Borcu	0	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0
Ortaklar ve Grup Şirketlerine Borçlar	0	0	0	0	0	0
Geçici Taahhüt Karı	0	0	0	0	0	0
Diğer Borçlar	0	0	0	0	0	0
ÖZ KAYNAKLAR	1.746.569	53	2.878.989	64	3.976.697	64
Ödenmiş Sermaye	1.250.000	38	1.250.000	28	2.000.000	32
Sermaye Yedekleri	92.348	3	130.500	3	0	0
Kar Yedekleri	0	0	0	0	0	0
Dönem Net Karı (Zararı)	318.421	10	1.300.886	29	1.976.697	32
Geçmiş Yıllar Karları	85.800	3	197.603	4	0	0

Tablo 5. “ABC” MAK. SAN. VE TİC. A.Ş.’nin 2012-2013-2014 YILI MALİ TABLOLAR ANALİZİ

“ABC” MAKİNE SANAYİ VE TİC. A.Ş.			
LİKİDİTE ORANLARI	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Cari Oran	150,84	171,12	176,63
Likidite Oranı (Asit Test)	124,91	114,14	103,50
Nakit Oranı	16,38	10,58	14,38
Stoklar / Dönen Varlıklar	16,42	27,68	33,25
Stoklar / Toplam Aktifler	10,21	13,37	16,29
Stok Bağımlılığı Oranı	337,69	188,77	145,78
Kısa Vadeli Alacaklar / Dönen Varlıklar	71,95	60,52	50,46
Kısa Vadeli Alacaklar / Toplam Aktifler	44,76	29,23	24,72
FİNANSAL YAPI ORANLARI			
Yabancı Kaynaklar Toplamı / Toplam Aktif	46,87	35,78	35,61
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	53,13	64,22	64,39
Özkaynaklar / Yabancı Kaynaklar Toplamı	113,36	179,51	180,80
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Pasifler	41,24	28,22	27,74
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Pasifler	5,63	7,56	7,87
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Devamlı Sermaye	9,58	10,53	10,90
Net Maddi Duran Varlıklar / Özkaynaklar	55,96	66,29	79,21
Net Maddi Duran Varlıklar / Uzun V. Yabancı	528,32	563,39	647,82
Duran Varlıklar / Yabancı Kaynaklar Toplamı	80,64	144,53	143,21
Duran Varlıklar / Özkaynaklar	71,13	80,52	79,21
Duran Varlıklar / Devamlı Sermaye	64,32	72,04	70,58
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Yabancı Kaynaklar	87,99	78,88	77,89
Banka Kredileri / Toplam Aktifler	8,02	10,19	11,27
Kısa Vad. Banka Kredi. / Kısa V.Yabancı Kay. Top.	5,81	9,33	12,26
Banka Kredileri / Yabancı Kaynaklar Toplamı	17,12	28,48	31,65
Dönen Varlıklar / Toplam Aktifler	62,21	48,29	49,00
Net Maddi Duran Varlıklar / Toplam Aktifler	29,73	42,57	51,00
DEVİR HIZLARI			
Stok Devir Hızı	35,74	24,95	18,39
Alacaklar Devir Hızı	10,43	15,43	17,02
Çalışma Sermayesi Devir Hızı	7,50	9,34	8,59
Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı	22,26	22,47	19,80
Net Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı	15,70	10,59	8,25
Duran Varlıklar Devir Hızı	12,35	8,72	8,25
Özkaynak Devir Hızı	8,78	7,02	6,54
Aktif Devir Hızı	4,67	4,51	4,21
KARLILIK ORANLARI			
Vergi Sonrası Net Kar / Özkaynak	18,23	45,19	49,71
Vergi Öncesi Kar / Özkaynak	27,21	67,44	71,01
Finans. Gideri + Vergi Öncesi Net Kar / Toplam	15,99	44,99	47,83
Vergi Sonrası Net Kar / Toplam Aktifler	9,69	29,02	32,00
Faaliyet Karı / Toplam Aktifler - Mali Duran Varlık.	17,93	46,98	48,45
Faaliyet Karı / Net Satışlar	3,84	10,42	11,51
Brüt Satış Karı / Net Satışlar	21,80	26,03	28,81
Vergi Sonrası Net Kar / Net Satışlar	2,08	6,44	7,60
Satılan Malın Maliyeti / Net Satışlar	78,20	73,97	71,19
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	17,95	15,61	17,30
Finansman Giderleri / Net Satışlar	0,33	0,37	0,50
Finans. Gid. + Vergi Öncesi Kar / Finansman Gid.	1.041,10	2.678,51	2.263,87
Finans. Gid. + Vergi Sonrası Kar / Finansman Gid.	730,54	1.827,60	1.614,71

Tablo 6. “ABC” MAK. SAN. VE TİC. A.Ş.’nin 2012-2013-2014 YILI LİKİDİTE, FİNANSAL YAPI, AKTİVİTE VE KARLILIK RASYOLARI

	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Cari Oran (%)	150,8	171,1	176,6
Likidite Oranı (%)	124,9	114,1	103,5
Toplam Borçlar / Özkaynaklar (%)	88,2	55,7	55,3
Vergi Sonrası Net Kar / Satışlar (%)	2,1	6,4	7,6
Finansman Gideri / EBITDA (%)	9,6	3,7	4,4
EBITDA / Toplam Borç (%)	34,1	125,8	134,3
Alacak Tahsil Süresi (Gün)	35,0	23,7	5,3
Borç Ödeme Süresi (Gün)	33,7	11,7	3,0
Stok Taşıma Süresi (Gün)	10,2	14,7	4,9
NET İŞLETME SERMAYESİ	689.185,0	899.668,0	1.312.931,0

SONUÇ

Yatırım kararları kalkınma sürecinin en önemli aşamasını teşkil eder. Yatırım kararları ne kadar akılcı uygulanırsa, o ölçüde başarılı olur. Proje seçiminin doğru yapılabilmesi için, proje ve proje analizinin çok iyi değerlendirilmesi gerekir.

Ulusal kalkınma planlarının başarısı stratejik tercihlere uygun ve iyi hazırlanmış projelerin gerçekleşmesiyle mümkün olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kıt kaynakların ülke kalkınmasına en fazla katkıda bulunacak projelere yönlendirilmesi çok önemlidir.

İşletmeler gelecekte kazanç elde edeceklerine inandıkları alanlarda yatırım yapmak üzere çalışmalar yaparlar. Bu yatırımlardan olumlu sonuçlar alabilmek için işletmelerin öncelikle yatırımla ilgili çok iyi bir planlama ve analiz yapmaları gerekmektedir. Günümüzde teknolojinin ilerlemesi, değişen toplumsal ve çevre koşulları, uygulanabilecek projelerin karışıklığı ve değişen dünya ekonomisinde, uluslararası piyasada yer alabilmek, uluslararası piyasada rekabet edebilecek düzeye ulaşmak her işletmenin göz önüne alması gereken önemli faktörlerdendir.

Günümüzde gelişen rekabetçi piyasa koşullarında işletmelerin varlığını sürdürebilmeleri için işletme fonksiyonlarını en verimli şekilde kullanmaları gerekmektedir. İşletmelerin bu fonksiyonları içinde özellikle önem vermeleri gereken “sermeye” finansı’dır. Finans fonksiyonu, hem finansman tedariki, hem de sağlanan fonların doğru yerlerde, ihtiyaç dahilinde kullanılmaları sırasında önem kazanmaktadır. Kaynaklarını ideal kullanamayan işletmenin varlığını sürdürebilmesi mümkün değildir.

Kaynakların kullanımı sırasında en önemli harcamalar yatırımlara yapılmaktadır. İşletmelerin kaynakları sonsuz değildir. Bu nedenle yapılması düşünülen yatırımların, özellikle duran varlıklara yapılacak yatırımların, dikkatlice incelenmesi ve her detayın hassas bir şekilde değerlendirilmesi gerekmektedir. Uygulamada bu amaçla geliştirilmiş birçok yöntem bulunmaktadır.

Üretim için yatırım, iyi bir yatırım için ise çok iyi planlanmış ve analiz edilmiş bir proje gereklidir. Çalışmada fiili bilanço ve gelir tablolarına dikey (yüzde), trend ve oran analiz teknikleri uygulanarak mali yönden değerlendirilmesi yapılmış ve olumlu sonuçlar alınmıştır. İşletme yöneticileri işletmenin mali durumunun belirlenmesinde, koydukları sermayenin muhafaza edilip edilmediğini, yatırımların karlılığının ve yeni yapılacak yatırımlar için öz sermayenin yeterli bulunup bulunmadığı, yeni yatırımlar için ne kadar yabancı kaynaklı finansmana ihtiyaç olacağını belirlenmesinde finansal analize gerek duyarlar. Bu durumların belirlenmesinde finansal analiz oldukça önemlidir.

İşletmenin değerlendirilen dönemlerde cari aktifleri kısa vadeli borçlarını rahatlıkla karşılamaktadır. Alacak devir hızı ve stok devir hızının yüksek olması cari oranı desteklemektedir. Likidite oranı cari orana göre daha duyarlı olup işletmenin stokların nakde dönüşmemesi durumunda da kısa vadeli borçlarını karşılayabildiğini göstermektedir. İşletmenin satışlarının daha çok yurt dışına yapılması ve satış gelirlerinin her dönem hissedilir düzeyde artış göstermesi ticari alacaklarda sorun bulunmadığı, talebin çok olması ile de stokların dönüşümünün hızlı olması cari aktiflerin likit değerlerde bulunduğunu göstermektedir. Bu

durumda ihtiyaçtan fazla elde tutulduğunda ek bir maliyeti olan nakit bulundurmanın işletme için yeterli olduğu görülmektedir.

İşletmenin yabancı kaynakları aktif toplam içindeki düzeyinin normal seviyede olup daha çok ticari borçlardan oluşmaktadır. Ticari borçlar ise daha çok senetsiz borçlardan oluşmaktadır. Bu durum işletmenin piyasada güvenilir bulunduğunu göstermektedir.

Firma yatırımlarını daha çok özsermaye ile yapmış, diğer fırsatlardan yararlanabilmek için (leasing – KDV avantajı, tasıt alımı vb.) finansal borçlanmayı tercih etmiştir.

Uygulamada yukarıda da açıklandığı gibi işletmenin rasyoları (Tablo 5, Tablo 6) ve diğer mali verilerinin olumlu olması, düşünülen yeni genişleme yatırımının mümkün olduğu fikrini vermektedir. Ayrıca; yeni yapılacak olan genişleme yatırımı sonucunda, işletme gelirlerindeki artış ile birlikte aynı zamanda istihdam açısından da bir katma değer oluşacaktır.

KAYNAKLAR

- AKDIŞ, Muhammet, Global Finansal Sistem ve Finansal Krizler ve Türkiye. (1. Basım), İstanbul, 2000
- AKSOY, Mine, Sermaye Piyasası Araçları, Sakarya Üniversitesi, 2011
- AKTAŞ, Hüseyin ve KOZOĞLU, Metin, Haftanın Günleri Etkisinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda GARCH Modeli ile Test Edilmesi, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt:44, Sayı:514, Celal Bayar Üniversitesi, Manisa, 2007
- ANBAR, Adem; ALPER, Değer; Yatırım Projeleri Analizi, Bursa, 2009
- ANDONGDOU, Willibroad, Project Management: Textbook Fet level 3, Cape Town, 2008
- APAK, Sudi, Sermaye Piyasaları ve Borsa, İstanbul, 2004
- ASIAN DEVELOPMENT BANK, Handbook for the Economic Analysis of Water Supply Projects, Economics and Development Resource Center, 2002
- ATAN, Murat, Risk Yönetimi ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2002
- AYAN, Ebubekir, Bankacılık Risklerinin Yönetiminde Basel-II Uzlaşısı, Beta Yayınları, İstanbul, 2007
- AYTEKİN, Haluk, Bankacılık ve Finansal Terimler Sözlüğü, Ankara, 2008
- BARUTÇU, Mahir, Yatırım Projelerinin değerlendirilmesi 1, Türkiye Kalkınma Bankası, Ankara, 1989

- BEAVER, H. William and PARKER, George, Risk Management: Problems&Solutions, McGraw-Hill Inc., New York, 1995
- BECKER, Ralf and CELEMENTS, Adam, Modelling Stock Market Volatility Conditional on Macroeconomic Conditions, School of Social Sciens, University of Manchester, School of Economic and Finance, Queeland Universty of Tecnology, Economic Studies, 2005
- BEYTAŞ, Nesibe, Risk Yönetim Aracı Olarak Risteki Değer (VaR) Yöntemi ile Portföy Riskinin Ölçümüne İlişkin Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi,Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008
- BOLAK, Mehmet, Risk ve Yönetimi, İstanbul, 2004
- CANBAŞ, Serpil ve DOĞUKANLI, Hatice, Finansal Pazarlar, 2. Baskı, İstanbul, 1997
- CANDAN, Hasan ve ÖZÜN, Alper, Bankalarda Risk Yönetimi ve Basel II, 2.Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, 2006
- ÇEVİK, Emre, Yatırım Projelerinin Belirsizlik Altında Bulanık Analitik Hiyerarşi Prosesi İle Değerlendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2009
- EALES, A. Brian., Financial Risk Management, McGraw Hill Book Company, London, 1995
- EGE, İlhan, Piyasa Riskinin Tespitinde Kullanılan Riske Maruz Değer (Value at Risk) ve Menkul Kıymet Yatırım Fonlarına Uygulanması, Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2006

- ERTUĞRUL, Murat, Menkul Kıymet Yatırımları ve Analizi, TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 2010
- FIELD, Mike and KELLER, Laurie; Project Management, London, 2007
- GALLATİ, Reto R., Risk Management and Capital Adequacy, McGraw-Hill, USA, 2003
- GİDDY, Ian H., and DUFÉY, Gunter, The Managemet of Foreign Exchange Risk, The New York University and University of Michigan, Stern School of Business, 2006
- GÖKER, Orhan, Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi Teori ve Uygulama, İstanbul, 1995
- GÜNEŞ, Şule, “Kurumsal Risk Yönetimi ve Türkiye’de Farkındalığına İlişkin Bir Uygulama”, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009
- GÜNEŞ, Şule, Kurumsal Risk Yönetimi ve Türkiye’de Farkındalığına İlişkin Bir Uygulama, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009
- INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION of CANADA, An Introduction to Bond Basics, 2008
- KARA, Şinasi, Sermaye Piyasası, İstanbul, 1990
- KARAKUŞ, Mehmet, Basel II ve Kredi Risk Yönetimi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş, 2010
- KARGÜL, Doğal, Yatırımlarda Proje Analizi, İstanbul, İMKB Yayınları, 1996

- KARSLI, Muharrem, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul, 1989
- KAYGUSUZ, Sait; ASLAN, Ümmüban; KEPÇE, Nazlı; Genel Muhasebe-I, TC.Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 2012
- KILIÇ, Mesut, Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Bulanık Tabanlı Bir Yaklaşım, Doktora Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2015
- KRUGMAN, Paul, The Return of Depression Economics, New York, 2008
- KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ, “2008 Krizinden Alınan Dersler”, Kurumsal Yatırımcı Dergisi, Sayı No.5, Nisan-Haziran 2009
- KÜÇÜKKAYA, Hatice, Finansal Krizler ve Finansal Risk Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, 2011
- LAPORTA, K.P. and others, Financial Systems Analysis: Opening the Future to Closed-End Funds, IEEE Systems and Information Engineering Design Symposium, University Virginia, Charlottesville, 2009
- MAZGİT, İsmail, Sermaye Piyasası (Ders Notu), Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, 2011-2012
- MCMENAMIN, Jim, Financial Management: An Introduction, New York, 1999

- MOORE, Peter G., The Business of Risk, Cambridge University Press, New York, 1983
- MOYER, R.Charles; MCGUIGAN, James R.; RAO, Remesh;
KRETLOW, William J.; Comtemporary Financial Management, Boston, Massachusetts, 2012
- MUN, Johnathan, Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions, New Jersey, 2002
- ÖNGÜT, İbrahim, Türkiye’de Sermaye Piyasası Konusunda Yapılan Çalışmalar, İstanbul, 2000
- ÖZDEMİR, Muharrem, Finansal Yönetim, Ankara, 1997
- PARASIZ, İlker, Para Banka ve Finansal Piyasalar, 7. Baskı, Bursa, 2000
- PARASIZ, İlker, Para ve Banka Finansal Piyasalar, Bursa, 2007
- POLAT, Eralp, Konjonktürel Dalgalanmalar ve Sermaye Piyasası-İMKB Örneği, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 2005
- RACHLIN, Robert, Return on Investment Manual, New York, 1997
- ROGERS, Martin, Engineering Project Appraisal, New Jersey, 2001
- RÖHRİCH, Martina, Fundamentals of Investment Appraisal, München, 2007
- SAITA, Francesco. Value at Risk and Bank Capital Management, Elsevier Inc., New York, 2007.
- SARIASLAN, Halil; Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi, 2.Baskı, Ankara, 1994

- SATIR, Aylin, Ulusal ve Uluslararası Yatırım Fonlarının Karşılaştırılmalı Risk Analizi, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011
- SAYILIR, Özlem, Borsaların Yapısı ve İşleyişi, TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 2012
- SEYİDOĞLU, Halil, Uluslararası Finans, Geliştirilmiş 4. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003
- SHAPIRO, Alan C, Capital Budgeting and Investment Analysis, New Jersey, 2005
- SOYAK, Alkan, Kürselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar, İstanbul, 2002
- STOİCA, Ovidiu, The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002
- T.C.MİLLİ EĞİTİM BAKANLIĞI, MEGEP, Muhasebe Finansman Finansal Yatırım Araçları, 2007
- TEKER, Murat Bahadır, Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No. 43, Ankara, 1996
- TERZİOĞLU, Onur, 2008 Kriziyle Başlayan Süreçte İşletmelerde Kriz Yönetimi ve Kriz İle Risk İlişkisi: Bir Seramik İşletmesinde Uygulama, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, 2011
- TULLY, Edel and LUCEY, Brian M., A Power GARCH Examination of The Gold Market, Research In International Business and Finance, Vol:21, 2007

UZUNOĞLU, Mehmet ve diğeri, Matlab İle Risk Yönetimi, İstanbul, 2005

WINGER, Bernard J., Principles of Financial Management, New York, 1991

YALÇINER, Kürşat; AKSOY, Emine E., Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi, Ankara, 2011

www.anapara.com/sermaye-nedir

www.borsahocasi.net/2015/02/hisse-senedi-turleri-nelerdir.html

www.enm.blogcu.com/sermaye-piyasasi-nedir-10/2656518

www.investopedia.com/articles/02/101102.asp

www.legalisplatform.net/Makale/Hisse%20Senetleri.pdf

[www.tspb.org.tr/wp-](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_yatirim_yaparken.pdf)

[content/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_yatirim_yaparken.pdf](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_yatirim_yaparken.pdf)

www.ulusaltezmerkezi.com/turkiyede-sermaye-piyasalarinin-gelismesinde-vergilendirmenin-rolu-ve-onemi/21/

www.webftp.gazi.edu.tr/hukuk/dergi/8_1.pdf