T.C

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SIGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA

HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE FİNANSAL RİSK YÖNETİMİ: BİST ÖZELİNDE TÜRKİYEDE TÜREV PİYASALARIN GÖRÜNÜMÜ

Yüksek Lisans Tezi

Nigar GULİYEVA

İSTANBUL, 2016

T.C

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SIGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA

HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE FİNANSAL RİSK YÖNETİMİ: BİST ÖZELİNDE TÜRKİYEDE TÜREV PİYASALARIN GÖRÜNÜMÜ

Yüksek Lisans Tezi

Nigar GULİYEVA

Danışman: Doç. Dr. İclal ATTİLA

İSTANBUL, 2016

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

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

TEZ BAŞLIĞI: : Halka Açık Şirketlerde Finansal Risk Yönetimi: BİST Özelinde Türkiye' de Türev Piyasaların Görünümü

TÜRÜ :Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Nigar GULİYEVA

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 10.10.2016

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ	**ADI SOYADI**	**İmza**
Danışman	Doç.Dr. İclal ATTİLA	
Üye	Prof.Dr. Orhan İŞCAN	
Üye	Doç.Dr. Başak TANINMIŞ YÜCEMEMİŞ	

Marmara Üniversitesi Göztepe Kampusu Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü 34722 Kadıköy / İSTANBUL
0 (216) 347 69 51 (Faks)
0 (216) 418 20 88
bse@marmara.edu.tr
http://bse.marmara.edu.tr
Ayrıntılı bilgi için: **Bilgisayar İşletmeni Cemal KURŞUN**

HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE FİNANSAL RİSK YÖNETİMİ: BİST ÖZELİNDE TÜRKİYE'DE TÜREV PİYASALARIN GÖRÜNÜMÜ

Nigar GULİYEVA*

İclal ATTİLA*

Özet

Risk, genellikle gerçekleşmesi muhtemel ve olumsuz sonuçlara yol açacak bir kavramı ifade etmektedir. Ancak belirsizlik gibi kavramlarla karıştırılacağı gibi, karşılaşılan zararı ya da maliyetin parasal büyüklüğünü veya riske edilen tüm yatırım tutarını da risk olarak adlandırıldığı görülebilmektedir.

Genel olarak ise tüm risk tanımlarında tehlike ve bu tehlikenin olabildiğinde yani olasılığından bahsedilmektedir. Risk kavramı ile belirsiz kavramının iç içe iki kavram olduğu konusunda ise neredeyse tüm risk analizi disiplindeki otoritelerin hem fikir olduğunu söyleyebiliriz.

Bu çalışmanın temel amacı, şirketlerin karşılaştıkları veya karşılaşmaları olası olan riskler karşısında nasıl bir durum sergilemeleri gerektiğini araştırmaktır. Çalışmada özellikler halka açık şirketler üzerinde durulmuştur, Türkiye'de işlem gören örnek şirketler üzerinde konuyla ilgili araştırma yapılmış ve verilerin günümüz şartlar içerisinde yorumlaması yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: *Risk, Risk Yönetimi, BİST, Halka Açık Şirketler*

---

* Yüksek Lisans Öğrencisi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, nigar.quliyeva.1992@inbox.ru

** Doç. Dr. Marmara Üniversitesi, SBMY, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, iclalattila@gmail.com

FINANCIAL RİSK MANAGEMENT IN LISTED COMPANIES:

BIST SPECIAL APPEARANCE OF DERIVATIVE MARKETS IN TURKEY

Summary

Risk is usually refers to a concept and likely will lead to negative results occur. However, to avoid confusion with concepts such as uncertainty faced losses or the entire investment cost of the monetary aggregates or being at risk can also be seen that the so-called risk.

Generally it has been mentioned that the possibility of danger when all risk identification and may be in danger. As for the notion that the vague concept of risk intertwined the two concepts of the discipline authority in almost all the risk analysis we can say that both ideas.

The main purpose of this study was to investigate whether face or encounter of the companies need to demonstrate how a case against the possible risks. The study focused on the characteristics of publicly held companies, for example, traded in Turkey has been researching on the subject on the company in today's conditions and were made to interpret the data.

Keywords: Risk, Risk Management, BIST, Public Companies

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

İÇİNDEKİLER.....i
TABLOLAR LİSTESİ.....v
ŞEKİLLER LİSTESİ.....vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....viii

GİRİŞ.....1

I. BÖLÜM

RİSK KAVRAMI VE ÇEŞİTLENDİRİLMESİ

1.1. Risk Tanımı ve Tarihçesi.....4
1.2. Finansal Açıdan Risk.....8
1.2.1. Finansal Açıdan Riskin Nedenleri.....10
1.2.1.1. İşletme İçi Nedenler.....11
1.2.1.2. İşletme Dışı Nedenler.....12
1.3. Finansal Riskin Sınıflandırılması.....12
1.3.1. Sistematik Riskler.....13
1.3.1.1. Faiz Oranı Riski.....15
1.3.1.2. Enflasyon Riski.....16
1.3.1.3. Piyasa Riski.....17
1.3.1.4. Kur Riski.....19
1.3.2. Sistematik Olmayan Riskler.....19
1.3.2.1. Finansal Risk.....20
1.3.2.2. Sektör Riski.....21
1.3.2.3. İşletme Yönetimi Riski.....21
1.3.2.4. Faaliyet Riski.....22
1.4. Finansal Riskin Belirlenmesinin Yararları.....22
1.4.1. Yönetim Açısından Yararları.....23
1.4.2. Kredi Verenler Açısından Yararları.....25
1.4.3. Denetim Açısından Yararları.....26
1.4.4. Yatırımcılar Açısından Yararları.....26

II. BÖLÜM

ANONIM ORTAKLIKLAR VE HALKA AÇILMA

2.1 Genel Olarak Şirket Kavramı ve Şirket Türleri.....28
2.2. Anonim Şirket Kavramı.....29
2.3. Anonim Şirketin Özellikleri.....32
2.4. Anonim Şirketlere Hakim Olan İlkele.....33
2.4.1. Kurumsal Yönetim İlkesi.....36
2.5. Halka Açılma Kavramı.....38
2.5.1. Halka Açık Anonim Ortaklık.....39
2.6. Halka Açılma Süreci.....40
2.6.1. Portföyden Satış-Mevcut Payların Halka Arzı.....42
2.6.2. Sermaye Artımı- Yeni Pay İhracı Yöntemi.....42
2.7. Halka Açık Şirketlerin Yükümlülükleri.....43
2.7.1. Halka Açılmanın Faydaları.....45
2.7.2. Halka Açılmanın Dezavantajları.....49
2.8. SPKn' na Tabi Halka Açık Şirketler Açısından Açıklanması Zorunlu Diğer Hususlar.....50
2.9. Halka Açıklık Statüsünden Çıkma.....51

III. BÖLÜM

RİSK YÖNETİMİ VE RİSKTEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

3.1. Risk Yönetimi Kavramı.....52
3.2. Risk Yönetiminin Önemi.....61
3.3. Risk Yönetim Süreci.....61
3.4. Riskten Korunma Yöntemleri.....63
3.4.1. Şirket İçi Riskten Korunma Yöntemleri.....65
3.4.1.1. Sigorta.....66
3.4.1.2. Aktif Pasif Yönetimi.....68
3.4.2. Şirket Dışı Riskten Korunma Yöntemleri.....69
3.4.2.1. Türev Piyasalar.....69

3.4.2.1.1. Forward.....71
3.4.2.1.2. Futures 73
3.4.2.1.3. Opsiyon.....76
3.4.2.1.4. Swap.....78
3.5. Risk Düzeyinin Belirlenmesi ve Analizi.....79
3.5.1. Risk Ölçümünde Geleneksel Yöntemler.....81
3.5.1.1. Gap Analizi (Boşluk Analizi).....82
3.5.1.2. Durasyon Analiz.....83
3.5.2. Risk Ölçümünde Modern Yöntemler.....85
3.5.2.1. Değerleme.....86
3.5.2.2. Simülasyon.....86
3.5.2.3. Optimizasyon.....87
3.5.3. Risk Analizi ve Teknikleri.....87

IV. BÖLÜM

BİST VE TÜREV PİYASALAR

4.1. BİST' e Genel Bir Bakış.....93
4.2. BİST' de İşlem Görme Kriterleri.....94
4.3. BİST Endeksleri.....95
4.4. VİOP.....96
4.4.1. VİOP' ta Teminatlandırma ve Risk Hesabı Sistemi.....97
4.4.2. VİOP Piyasasının BİST Özelindeki Görünümü.....98

V. BÖLÜM

VİOP İŞLEMİ YAPAN ŞİRKETLER ÜZERİNE ÖRNEK UYGULAMALAR

5.1. VİOP İşlemi Yapan Şirketler Üzerine Tablo Karşılaştırmalı Örnekler....102
5.2. İŞ Yatırım Menkul Değerler A. Ş. Uygulama Örneği.....103
5.3. TEB Yatırım Menkul Değerler A. Ş. Uygulama Örneği.....109
5.4. Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. Uygulama Örneği.....116
5.5. ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş. Uygulama Örneği.....121

5.6. PEGASUS Hava Taşımacılığı A.Ş. Uygulama Örneği.....125
5.7. ÜLKER Bisküvi Sanayi A.Ş. Uygulama Örneği.....131

SONUÇ.....136

KAYNAKÇA.....139

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1: Payları Borsada İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Dağılımı.....47

Tablo 2: Riskten Korunma Yöntemleri ve Korunular Riskler.....66

Tablo 3: Call ve Put Opsiyonlarda hak ve yükümlülükler.....77

Tablo 4: Raitingler ile Temerrüt Olasılıkları Arasındaki İlişki.....80

Tablo 5: İş Yatırım Menkul Değerler, Sermayede Doğrudan %5 veya Daha Fazla Paya veya Oy Hakkına Sahip Gerçek ve Tüzel Kişiler.....103

Tablo 6: İş Yatırım Menkul Değerler Ve Bağlı Ortakları, 2013 – 2015 Bilanço Tablosu.....104

Tablo 7: İş Yatırım Menkul Değerler Ve Bağlı Ortakları, 2013 – 2015 Gelir Tablosu.....105

Tablo 8: İş Yatırım Menkul Değerler Ve Bağlı Ortakları, 2013 – 2015 Yılına Ait Özkaynak Değişim Tablosu.....107

Tablo 9: İş Yatırım Menkul Değerler Ve Bağlı Ortakları, 2013 – 2015 Tarihleri Arası Nakit Akım Tablosu.....108

Tablo 10: TEB Finansman A. Ş. Sermayeyi Temsil Eden Paylara İlişkin Bilgi Tablosu.....110

Tablo 11: TEB Finansman A. Ş., 2013 - 2015 Bilanço Tablosu.....110

Tablo 12: TEB Finansman A. Ş., 2013 – 2015 Dönemine Ait Gelir Tablosu.....112

Tablo 13: TEB Finansman A. Ş., 2013 – 2015 Tarihli Özkaynak Değişim Tablosu.....114

Tablo 14: TEB Finansman A. Ş., 2013 – 2015 Nakit Akış Tablosu.....115

Tablo 15: Garanti Yatırım Ortaklığı A. Ş., Sermayede Doğrudan %5 veya Daha Fazla Paya veya Oy Hakkına Sahip Gerçek ve Tüzel Kişiler.....116

Tablo 16: Garanti Yatırım Ortaklığı A. Ş. 2013 - 2015 Bilanço Tablosu.....117

Tablo 17: Garanti Yatırım Ortaklığı A. Ş. 2013 – 2015 Gelir Tabloları.....118

Tablo 18: Garanti Yatırım Ortaklığı A. Ş. 2013 – 2015 Özkaynak Değişim Tablosu.....119

Tablo 19: Garanti Yatırım Ortaklığı A. Ş. 2013 – 2015 Nakit Akış Tablosu.....120

Tablo 20: Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. 2013- 2015 Bilanço Tablosu.....121

Tablo 21: Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. 2013- 2015 Gelir Tablosu.....122

Tablo 22: Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. 2013- 2015 Nakit Akım Tablosu.....123

Tablo 23: Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. 2013- 2015 Özkaynak Değişim Tablosu.....124

Tablo 24: Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. 2013 – 2015 Bilanço Tablosu.....126

Tablo 25: Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. 2013 – 2015 Gelir Tablosu.....127

Tablo 26: Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. 2013 – 2015 Nakit Akım Tablosu.....129

Tablo 27: Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. 2013 – 2015 Tarihli Ökaynak Değişim Tablosu.....130

Tablo 28: Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 2013 – 2015 Bilanço Tablosu.....131

Tablo 29: Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 2013 – 2015 Gelir Tablosu.....132

Tablo 30: Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 2013 – 2015 Nakit Akım Tablosu.....133

Tablo 31: Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 2013 – 2015 Özkaynak Değişim Tablosu.....134

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 1: Durasyon analizi kullanan bankaların dağılımı.....85

KISALTMALARA LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ALARP	As Low As Reasonably Achievable
APY	Application Programming Interface
A. Ş.	Anonim Şirket
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BDF	Backward Differentiation Formula
BIS	Bank for International Settlements
BİST	Borsa İstanbul
CBOT	Chicago Board of Trade
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CME	Chicago Mercantile Exchange
GY	Genel Yönetim
HAAO	Halka Açık Anonim Ortaklık
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ISO	International Organization for Standardization
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KVYK	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
KYD	Kurumsal Yatırımcılar Derneği
MDV	Maddi Duran Varlıklar
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYFE	New York Futures Exchange
NYME	New York Mortgage Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation andDevelopment
RMD	Riske Maruz Değer
SBF	Siyasal Bilgiler Fakültesi
SIMEX	Singapore International Monetary Exchange
SPK	Sermaye Piyasası Kanunu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TEB	Türk Ekonomi Bankası
TTK	Türk Ticaret Kanunu
UVV	Uzun Vadeli Varlıklar
UVYK	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
VİOP	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
VLİ	Value Line Index
VOB	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
YTTK	Yeni Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Küreselleşme ve globalleşmenin etkisiyle şirketler çok karmaşık bir yapı içerisindedirler. Şirketlerin karşı karşıya olduğu bu ortamlar; küreselleşme, ortaklıklar, sürekli değişimler, iş dünyasındaki ve teknolojideki değişiklikler risklerinde çoğalmasına neden olur. Böylelikle de risk yönetimine duyulan ihtiyaçlar artmaktadır. Şirketler hedeflerine ulaşırken, karşılaşacakları riskleri ortadan kaldırmak ve baş etmek için riskleri fırsatlara dönüştürme etkinlikleri geliştirme çabası içinde bulunmaktadırlar.

Kurumlar hedeflerini engelleyecek olan riskleri belirleyip ve bu risklere odaklanarak karşılaşılan belirsizlikleri ve tehditleri fırsatlara çevirme stratejileri geliştirmelidir. Kurumların ayakta kalabilmek için riskleri yönetme zorunlulukları, risk odaklı yönetime olan ilgiyi daha da arttırmıştır. Organizasyonların ve organizasyonların içindeki her birimin farklı risklere maruz kaldığı ve bu risklerin her birinin farklı önem derecelerine sahip olduğu bilinci ile hareket ederek, organizasyonlar gelecekte karşılaşacağı risklere odaklanmaktadır.

Organizasyonların belirli hedeflere yönelmesi çeşitli risk türlerini içerdiği gibi risk yönetimi de başarısız olma gibi riskleri içermektedir.

İşletmeler hedeflerine ulaşırken güçlü ve zayıf yanlarını keşfederek, muhtemel belirsizliklere karşı önlem alarak, olası tehditlerden ve risklerden alternatifler yaratabilme kabiliyeti kazanmalıdır. Aksi halde işletme tüm bu zorlukların yanı sıra ortaya çıkması olası suiistimaller sonucunda zaman, işgücü ve sermaye kaybına uğrayacaktır. İşletme varlıklarının ve kaynaklarının etkin kullanımını sağlamak, firmanın değerini ve güvenilirliğini artırmak ve risksiz bir risk yönetimi için iç kontrol sistemleri kurulmalıdır.

İşletme yönetiminin oluşturduğu politikalara uyumun sağlanması, işletme faaliyetlerinin etkinliğinin artması, varlık kayıplarının önlenmesi, muhasebe verilerinin doğruluğunun, güvenilirliğinin sağlanması amaçlarıyla oluşturulan politika ve prosedürler bütünü şirketlerin kontrol sistemini oluşturmaktadır. Risk yönetimi ve güvenilir bir iç kontrol sistemine sahip işletmelerde riskler azalacak, kontrol alanları daralacak böylelikle işletmenin ve kontrol birimlerinin iç kontrol çalışmasına harcadığı

emek, zaman ve katlanacağı maliyet azalacaktır. Bu çalışmada; şirketlerin karşılaştığı belirsizlikler ve riskler karşısında nasıl bir yöntem izlemeleri gerektiği anlatılmaya çalışılmıştır. Şirketler kendi durumlarına göre seçtikleri yöntemler ile zararlarını minimuma indirme veya tamamen kurtulma çabası içerisinde olmalıdırlar. Risk yönetimi, risk odaklı yönetim ve etkin bir şekilde riskten korunma, vadeli işlem sözleşmelerini de konu alan çalışma beş bölümden oluşmaktadır.

İlk bölümde; risk, risk yönetimi, risk çeşitlendirilmesi, likidite ve operasyonel risk açısından açıklamalar yapılmıştır. Tüm bunlar risk stratejisi çerçevesinde değerlendirilmiştir.

İkinci bölümde; genel olarak şirket türleri ve tanımları yapılmış, anonim şirketlerle ilgili bilgilere yer verilmiş, halka açılma ve halka açılmanın sunduğu avantajlar ve dezavantajlar değerlendirilmiştir.

Üçüncü bölümde; risk yönetiminin önemine değinilmiştir. Ayrıca türev piyasalar, forward, futures, opsiyon ve swap işlemlerle ilgili bilgiler açıklanmaya çalışılmıştır.

Dördüncü bölümde; Türkiye'de ve dünyada borsanın tarihçesiyle ilgili bilgiler yer almıştır. BİST sisteminde ortaya çıkan yenilikler ve VİOP işlemlerle ilgili bilgiler açıklanmaya çalışılmıştır.

Son bölümde ise VİOP işlemi yapan şirketler üzerine uygulamalı örnek olarak olaylar açıklanmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

Risk Kavramı Ve Türleri

1.1. Risk Tanımı ve Tarihçesi

Risk, genellikle gerçekleşmesi muhtemel ve olumsuz sonuçlara yol açacak bir kavramı ifade etmektedir. Ancak belirsizlik gibi kavramlarla karıştırılacağı gibi, karşılaşılan zararı ya da maliyetin parasal büyüklüğünü veya riske edilen tüm yatırım tutarını da risk olarak adlandırıldığı görülebilmektedir.[1]

Günümüzden yaklaşık 350 yıl önce risk değerlendirme ve yönetimi olarak nitelendirdiğimiz bütün faaliyetler tamamıyla batıl inanışlar, içgüdüsel davranışlar veya kahinlerin telkinleri vb. etkenler bağlı olarak gerçekleştirilmekteydi. Modern bilim sayesinde geçmiş ile gelecek arasındaki sınır, risk değerlendirilmesinin günümüzdeki anlamıyla yapılması sonucu çizilmiştir diyebiliriz. Ancak bu gelişim sonrasında her türlü hız, güç, hareket iletişim vb. fiziksel ölçüm değerleri insanlık için bir anlam ifade eder hale gelmiştir.

Risk değerlendirme metodolojilerinin tarihçesine bakıldığında ilk adımların yine Sanayi Devrimi sırasında atıldığı görmektedir. Yeni anlayış çerçevesinde büyük önem kazanan "Risk Değerlendirmesi" kavramı 20. yüzyılın başlarında güvenilirlik teoreminin oluşturulması ve kullanılmaya başlanması sonrasında telaffuz edilmeye başlamıştır.[2]

Risk kelimesi aslında Çin orjinli bir kelimedir ve diğer dillere de çince' den geçmiştir. Aslında Çince' de "Risk" kelimesini ifade eden ideogram, "tehlike" ve "fırsat" ideogramlarının birleşkesidir. Yani Çincede risk denildiği zaman iki farklı unsur birden anlaşılır. Bu unsurların birincisi "gelecekte oluşma ihtimali" bir diğeri ise "fırsat ve tehdit" dir. Diğer tüm terminolojilerde "Risk" denilince yaygın olarak tehdit anlaşılmaktadır. Oysa risk kavramının çıkış yeri olan Çin'de "Risk", meydana

[1] Erdinç Altay, **Bankacılıkta Risk,** İstanbul: Derin Yayınları, 2014, s.1

[2] Özlem Kılıç, **Risk Değerlendirilmesi,** Ankara: Türkiye İşveren Sendikaları Federasyonu, Mayıs 2014, s. 29.

getirdiğimiz çalışmalar esnasında gelecekte meydana gelebilecek olan ve amaçlarımızın gerçekleştirilmesini engelleyebilecek fırsatlar olarak tanımlanmaktadır.[3]

Bir diğer dilde risk tanımlamasına baktığımız zaman, örneğin Fransızca' da genellikle olumsuz anlam içermekte ve olasılık olarak ifade edilmektedir. Eski İtalyanca' da da bu kavramın anlamına baktığımız zaman, risk Fransızca' dan daha farklı olarak cesaret etme, meydan okuma anlamına gelmektedir. Yanı özet olarak burada risk olasılık kavramından çıkmış bir tercih olarak kullanılmaktadır.

Risk, Fransızca' da olduğu gibi bir olasılık ifade etmektedir ve belirlenen hedefe ve potansiyele ulaşamama gibi bir durumlarda söz konusu olmaktadır. Diğer bir tanımlamada risk, olasılık değil de, belirlenen hedeflere ulaşmak için gidilen yolda rastlanılan mani, sonuçları olumsuz etkileyecek bir olay olarak yorumlamaktadır. Aynı şekilde, riski olasılık olarak ta tanımlamaktadır. Yani hedeflerin olmama ihtimalleri olarak tanımlamaktadır.

Risk; tehlikeyle karşılaşanlarca daha önceden tanınmayan ve gözlenemeyen, bilimin yeterince tanımadığı, yeni ve etkileri geç ortaya çıkabilecek şey olarak tanımlamıştır. Yine "Risk" kelimesini tanımlarken, tehlikelerin insanlar tarafından gözlenmesi ve bilinmesi zorunlu değildir demektir. Eğer bir yerde risk varsa bunun bilinmemesinin meydana gelecek olası zararı ve hasarları ne sınırlayacağını ne de ortadan kaldıracağını iddia etmektedir. Riskin denetlenemezliği nedeniyle korkutucu, dünya çapında felaket yaratıcı, sonuçları öldürücü, hukuka uygun olmayan, kolayca azaltılamayan ve gelecek kuşaklar için çok tehlikeli potansiyel olaylar olarak açıklanmış ve riskin içerdiği tehlikeyi ikiye ayırmıştır, bunlardan ilki tehlikeyle karşılaşma, ikincisi ise sonuçtur.[4]

Morgan'a göre "Risk", her olayın doğasında olan bir durum olarak kabul görmekte ve gelecekte ortaya çıkabilecek olayları analiz ederek potansiyel riskleri belirlemek ve yönetmek için ölçülebilir kavramlar haline getirilmeye çalışmaktadır.

---

[3] Kılıç, **a.g.e.**, s. 30

[4] Kemalettin Cankar, Ali Ata, Riskten Korunma Aracı Olarak Türev Ürünlerin Gelişmiş Ülkelere ve Türkiye'de Kullanımı, Afyon Kocatepe Üniversitesi, **İ.İ.B.F. Dergisi**, 2002, s.3.

Belirsizlik, risk oluşma olasılığının bir ölçüsünü verir, belirsizlik arttıkça riskin oluşma olasılığı artar. Belirsizliğin negatif bileşeni risk, pozitif bileşeni de fırsat içerir.

Çok karmaşık bir kavram olan risk, yukarıda da anlatıldığı gibi, bir sonuca ulaşmada izlenecek yolda rastlanılan maniler toplusu ve olmama olasılıklarını gösteren bir kavramdır.

Yine Margon' a göre risk ve belirsizlik kavramları sıklıkla birbirine karıştırılmaktadır, ancak bu iki kavram aynı şeyi ifade etmemektedir. Risk; çoğu zaman istenmeyen bir olayın oluşma olasılığına ilişkin istatistiksel verilere dayalı olarak ölçülebilen bir kavramdır. Morgan; riskle karşılaşma ve sonuç çalışmalarının (kadroları ve uzmanları yeterli ve yetkin ülkelerde dahil) büyük ölçüde belirsizlik içerdiğini ifade etmiştir. Belirsizlik; istatistiksel verilerin mevcut olmadığı durumlarda kullanılan, ölçülemeyen bir kavramdır. Belirsizlik bir olayın oluşma olasılığının verilerle belirlenmediği durumları ifade eder. Risk, bilinen olasılık dağılımından ya da mevcut verilerden yararlanarak belirlenen ve ölçülebilen olayları ifade eder. Karar verme ortamındaki belirsizliğin fazla olması, daha fazla risk alayı gerektirir. Deneyimsizlik ve geçmiş verilerin bulunmaması ise belirsizliği artırır. Birçok durumda risk istatistiksel olarak çok iyi bilinmesine rağmen, olaylar tek tek ele alındığında riskin belirsizleşmekte olduğunu ve henüz çok yeni olan ya da kötü sonuçların nadiren görüldüğü teknolojilerdeki risk hesaplarının daha da belirsiz sonuçlar içerdiğini iddia etmiştir.[5]

Kerzner (1998) riski tanımlarken, aynı zamanda riskle ilgili evrensel kuralların geliştirilmesinin çok zor olduğunu dile getirmiştir.[6] İnsanlar farklı yapıya sahip oldukları için, bazıları günlük yaşamda riski tercih edebilirken diğer kısmı riskten kaçınmaktadır. Riski bileşenlere ayırmağa kalkarsak bunu üç bileşen olarak yapabiliriz: ilk olarak istenmeyen bir olayın ortaya çıkışı ve bunun sonuçlar üzerinde olumsuz bir etki yaratmasıdır. Zira söylediğimiz gibi risk genellikle olumsuz anlamlar içermektedir ve bir tehdit unsuru olarak da görülmektedir. Yani hedeflerimize ulaşmada yaranan olasılıklardır. Bir risk kavramının var olması için bir sıra hedeflerin olması, bu hedeflere

[5] Altay, **a.g.e.,** s. 17.

[6] Harold Kerzner, Project Management, United States of America: Library of Congress Cataloging-in-Publication 2009, s. 601

bağlı olarak belirsizliklerimizin olması ve bu belirsizliklerin direk sonuçlarımızla bağlı olması gerekmektedir.

Risk Yönetimi- Terimler ve Tarifler standardı ISO Rehber 73: 2012'ye göre risk, bir olayın ve bu olayın sonucunun olasılıklarının birleşimi olarak tanımlanmaktadır. Bilgi ve diğer varlıklar, bu varlıklara yönelik tehditler, var olan sistemde bulunan korunmasızlıklar ve güvenlik sistemi denetimleri mevcut riski tayin eden bileşenlerdir. Risk; hedefler hakkında belirsizliğin etkisidir. Bir etki, olumlu veya olumsuz olarak, beklenenden bir sapmadır. Hedefler, (finansal, sağlık ve güvenlik, çevresel hedefler gibi) farklı hususlara sahip olabilir ve (stratejik, kuruluş çapında, proje, ürün ve süreç gibi) farklı seviyelerde uygulanabilir. Risk, genellikle muhtemel olaylara ve sonuçlarına veya bunları bir bileşimine göre karakterize edilir. Risk, genellikle bir olayın sonuçlarının ve bu olayın oluşmasına ilişkin olasılığın bir bileşimi cinsinden ifade edilir. Belirsizlik, bir olayın sonucunun veya ihtimalinin anlaşmasına veya bilinmesine ilişkin bilgi eksikliğinin kısmi de olabilen durumdur.[7]

Genel olarak ise tüm risk tanımlarında tehlike ve bu tehlikenin olabildiğinde yani olasılığından bahsedilmektedir. Risk kavramı ile belirsiz kavramının iç içe iki kavram olduğu konusunda ise neredeyse tüm risk analizi disiplindeki otoritelerin hem fikir olduğunu söyleyebiliriz.

Belirsizlik mevcut olan "bilinmezlik" ve "sürpriz" şeklindeki iki boyut, risk için "tehlike" ve "olasılık" şeklindedir.

Yaşamda sıfır risk hiçbir zaman söz konusu değildir. Her olay, her karar, atılan her adım istenmeyen bir yön, yani bir risk içermektedir. Kesinlik durumu, yalnızca karar verici tarafından kapsanan süre zarfı içinde ne olacağı kesin olarak söylenebiliyorsa mevcuttur. Belirsizlik ise bunun tersine, hiçbir tarihsel verinin veya geçmişte karar alıcı üzerinde düşünmekte olduğu, yaşanmış durum ile bağlantı taşıyan bir olayın bulunmadığı bir durum olarak tanımlanabilir.[8]

---

[7] Kılıç, **a.g.e.**, s.18.

[88] Turhan Korkmaz, Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 14. Basım, Bursa: Ekin Basım Yayım, 2015, s.320.

Karar alıcı ister sezgileriyle olsun, ister akılcı yolu kullanarak olsun; belli bir olayın geçekleşme olasılığı için bir değer belirleyebiliyorsa, alınacak kararın risk altında alındığı konusunda genel bir fikir birliği mevcuttur.

Risk, olasılık hesaplamalarında kendisine ait bir yere sahiptir ve uygun niceliksel bir ifadeyle belirtilebilir. Risk, bir ve sıfır arasında değişen sayısal değerlerle ifade edilebilir. Bir, % riski, sıfır ise %0 riski gösterir. Riske sayısal olarak bir değer biçilemediği durumlarda risk, yüksek, düşük, "kabul edilebilir", "ihmal edilebilecek kadar düşük" gibi bulanık sözcüklerle tanımlanmaya çalışılır. Tüm insan etkinlikler az ya da çok risk taşır. Bazı durumlarda söz konusu riskin ölçülebilmesi mümkün olduğu halde bu etkinliğin tamamen risksiz, yani kesinlikle güvenli olduğunu belirlemek olanaksızdır.[9]

1.2. Finansal Açıdan Risk

Finansal açıdan risk, beklenen getirinin elde edilememe olasılığı olarak tanımlanmaktadır. Dolaysıyla risk, gelecekle ilgili bir kavramdır ve bulunan birinci unsur risk almanın karşılığı olarak bir getiri beklentisinin var olduğunu göstermektedir. Tanımda yer alan beklenen getirinin elde edilememesi vurgusu riskin olumsuz bir olgu olduğunu, olasılık unsuru ise riskin bir olasılık dağılımı gerektiğini ortaya koymaktadır. Risk ile belirsizliği bir birinden ayıran nokta ise burada söz edilen olasılık kavramında yatmaktadır. Risk, meydana gelmesi muhtemel sonuçlara ilişkin objektif bir olasılık dağılımının yapılabildiği durum olarak açıklanmaktadır. Oysa belirsizlik durumunda gelecekte meydana çıkan sonuçlara ilişkin objektif bir olasılık dağılımı söz konusu değildir. Risk varlığı, yatırımcıların ya da işletmelerin her zaman beklediği kadar getiri elde edememelerine neden olmaktadır. Bunun bir nedeni satış fiyat ve miktarındaki değişkenlik, diğeri ise maliyetlerdeki değişkenliktir. Yapılan bir yatırım sonucunda satış fiyatlarının ya da miktarının düşmesi, işletmenin karlılığını azaltarak, hatta zarar etmesine neden olarak yatırımcının beklediği getiriyi elde edememesine neden olabilir. Bu, işletmenin karşılaşabileceği risklerin bir yönüdür.[10]

---

[9] Kılıç, **a.g.e.**, s.21.

[10] Erdinç Altay, **Bankacılıkta Risk**, İstanbul: Derin Yayınları, 2014, s.1

Risk ile ilgili olarak ifade edilmesi gereken bir başka nokta da katılan ve öngörülen maliyetlerle risklerin bir birinden farklı kavramlar olduğudur. Bir işletmenin faaliyetlerini yürütürken kar elde etmek için katlandığı maliyetlerin hepsi risk olarak adlandırmak doğru olmayacaktır. Çünkü her ne kadar bu maliyetlerden bir çoğu tutar olarak olabilse de öngörülebilir ve katlanılması kabul edilmiş maliyetlerdir. Asıl risk olarak değerlendirilmesi gerek bu maliyetlerin beklenen üzerinde artmasıdır. Diğer bir deyişle risk, maliyetlerin beklenen düzeyleri değil maliyetlerdeki değişkenlik olmasıdır. Örneğin; bir üretim işletmesinde kullanılan hammaddenin maliyeti, üretimim gerçekleştirilmesi için katlanılması gerekli ve yönetim tarafından kabullenmiş bir maliyettir. Ancak hammaddenin fiyatında meydana gelen değişim ve fiyattaki değişkenlik risk olarak değerlendirilmektedir. Buradan hareketle hammaddenin fiyatında bir değişim olmayacağı kesinse maliyet vardır ancak risk yoktur denilebilir. Buna karşın piyasada oluşan fiyatlar değişkenlik gösteriyorsa risk vardır ve maliyetler de fiyat değişimine dayalı olarak değişmektedir. Riskin bu yönü, beklenen getirinin gerçekleşmeme olasılığı tanımından hareketle değişkenliğin üzerine vurgu yapmaktadır.[11] Bundan dolayıdır ki riskin en klasik ölçüsü getirilerin varyansı (ya da standart sapması) olarak ortaya konulmaktadır.

Maliyetler bu açıdan değerlendirildiğinde beklenen maliyetler ve beklenmeyen maliyetler ayırımı önem kazanmaktadır. Burada beklenen maliyetler yürütülen işler gereğidir ve risk olarak değerlendirilmemektedir. Oysa beklenmeyen maliyetler riskin kaynağıdır. Bu yaklaşım finans sektörüne uygulanmasında ise beklenen zarar ve beklenmeyen zarar ayrımından bahsedilebilir. Örneğin; bir ticari bankanın verdiği tüketici kredilerinden kaynaklanan zararlara ilişkin bir olasılık dağılımı incelendiğinde ortalama zarar düzeyi beklenen zarar olarak değerlendirilebilir. Bu zarara düzeyinden fazlası ise beklenmeyen zarardır ve bu risk olarak değerlendirilir. Çünkü burada bankanın faaliyeti kredi vermektir ve bu işin içinde kredinin geri dönmemesi vardır. Diğer bir deyişle beklenen zarar, işi yapmanın maliyeti olarak değerlendirilirken zararın beklenen düzeyden sapması (beklenmeyen zarar) risk olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenledir ki, beklenen zarar düzeyi, kredi verme işinin maliyeti olarak

[11] Altay, **a.g.e.**, s. 2

değerlendirilmekte ve kredi fiyatlandırılması sürecinde müşterilere uygulanan faiz oranına yansıtılmaktadır.[12]

Yüzyıldan uzun bir süredir ekonomistler piyasaların riskini analiz etmeye, onları anlayıp nicel bir açıklama getirmeye ve kazanç sağlamaya çalışmaktadırlar. Teorisyenlerin büyük bir çoğunluğu yanlış yolda ilerlemektedir. Bu teorilere göre, küresel serbest piyasa ekonomisinde parasal bir krizin gerçekleşme olasılığı gerçekte olduğundan daha az görülmektedir.

Ama finans teorisyenleri öyle değildir. Son yüzyılda risk değerlemesi için karışık bir metot geliştirmişlerdir. Bu hesap 1970'lerde toptan satışlardan esinlenerek kurulmuştur. Merrill Lynch, Goldman ve Morgan Stanlay gibi kuruluşlar karmaşık piyasa stratejilerini bu yönteme dayandırmışlardır.[13]

1980 ve 1990'larda piyasalarda yaşanan dalgalı seyirler hem finansçılar hem de ekonomistleri hesap yöntemlerini gözden geçirmeye yöneltmiştir. 1987'deki kara pazartesi, 1997'deki Asya krizi, 1998'de Rusya'da yaşananlar, 2001-2003 arasındaki ayı piyasası ve en son 2015 yılında Çin'de yaşananlar göz önüne alındığında bir şeylerin doğru olmadığı görülür. Kazanç ve risk oranı söz konusu olduğunda, bildiğimiz aritmetik yanlış sonuçlar verir. Paydada olan risk genellikle kabul edildiğinden daha büyük olur. Bu yüzden sonucunu hayal kırıklığı yaşatması kaçınılmazdır. Risk daha iyi değerlemek ve piyasaları nasıl etkilediğini anlamak çalışmanın ana amacıdır.[14]

1.2.1. Finansal Açıdan Riskin Nedenleri

Finansal risk şirketlerin mevcut durumlarını etkileyen, finansal açıdan tehditler oluşturan kavram olarak tanımlanmaktadır. Şirket açısından riskleri incelediğimiz zaman bu risklerin farklı nedenlere bağlı olarak ortaya çıktıkları gözükmektedir. Buna bağlı olarak da finansal risk nedenlerini 2'e ayıra biliriz:

---

[12] Timothy Geither, **Stress Test: Reflection on Financial Crises**, New York: Random House Business Books, 2014, s. 24.

[13] Benoit B. Madelbrot, Richard L. HUDSON, **Finansal Piyasalarda Düzen**, 1. Basım, İstanbul: Güncel Yayıncılık, 2005, s. 30.

[14] Mandelbrot, Hudson, **a.g.e.**, s.31.

1) İşletme içi nedenlere bağlı olarak ortaya çıkan riskler

2) İşletme dışın nedenlere bağlı olarak ortaya çıkan riskler.

1.2.1.1. İşletme İçi Nedenler

Son yüzyıl içinde dünya ticaretindeki gelişme ve büyümeler küreselleşmenin en çok göze çarpan yönüdür. Dünya ekonomisinde 1970'li yıllardan itibaren istikrarlı büyümeden uzaklaşma, büyüme hızında düşme, makineleşmeyle birlikte işsizlik, yoksulluk artmaya başlamıştır. Ekonomi ve ticarette milli devletlerin etkinlikleri ve denetimleri azalmış, uluslar arası şirketlerin dünya ekonomisindeki etkinlikleri artmıştır. 1970'li yıllardan önce uluslararası ekonomik ve ticari faaliyetler çoğunlukla mal ve hizmetlerin uluslar arasında değişimi biçiminde yaşanırken, 1970'lı yıllar itibariyle sermayenin küresel sistem içerisindeki hareketinin önemi giderek artmaya başlamıştır.[15] Bu gelişmelere bağlı olarak da ortaya sorunlar çıkmıştır. Bazı şirketler bu gelişmelere ayak uydura bilmiş bazıları ise uyduramamıştır. Bu gelişmelere ayak uyduramayan şirketlerin başarısızlıklarına neden olan sebepler araştırılmış, şirketin hangi nedenlerden dolayı başarısız olduğu saptanmaya çalışılmıştır.

İşletme içi başarısızlık nedenlerine maddeler halinde aşağıda yer verilmiştir:[16]

1) Satış hacminin beklenen düzeye erişememesi,

2)Faaliyet giderlerinin aşırı derecede yükselmesi,

3) İşletmenin alacaklarını zamanında tahsil edememesi ve alacaklarının büyük bir bölümünün şüpheli alacaklara dönüşmesi,

4) Stok devir hızının çok düşük olması ve yavaşlaması,

5) Maddi duran varlıklara aşırı yatırım yapılması,

6) İşletmenin kuruluş yerinin hatalı belirlenmesi,

---

[15] http://www.tasam.org/tr-TR/Icerik/211/kuresellesmenin_boyutlari_ve_etkileri , (05.09.2016).

[16] Kenan Evin, İşletmelerde **Finansal Risk Yönetimi ve İMKB İşlem Gören Çimento Şirketine Yönelik Bir Uygulama**, (Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı), İstanbul, 2014, s. 17.

7) Pazarda rakip firmalara göre zayıf kalınması,

7) Hatalı füzyon kararları alınması, Yöneticilerin yükümlülüklerini yerine getirmede zayıf kalması,

8) Grevler.

1.2.1.2. İşletme Dışı Nedenler

Şirketlerde yaşanan sorunlar yalnızca şirketin kendi bünyesine bağlı olarak ortaya çıkmazlar. Burada dış etkenlerin de etkisi büyüktür. Şirketler bulunduğu çevreyle daima iletişim içindedirler. Buna bağlı olarak da yaşanan politik, ekonomik, siyasi ve teknolojik gelişmeler şirketin finansal durumuna etki etmektedir. Şirketlerin başarısızlıklarına yol açan dış etkenleri şöyle sıralayabiliriz;[17]

1) Dünyada veya ülkede yaşanan savaşlar

2) Doğal afetler

3) Döviz kurlarındaki değişimler

4) Enflasyon ve faiz oranları; faiz oranlarının hızla yükselmesi ve yüksek enflasyon sebebiyle işletmenin uzun vadeli borç bulamaması,

5) Değişen dünya pazarlarına ayak uyduramama, ürün kalitesinin artırılmaması veya ürün geliştirilmesi konularında geride kalma, tüketici haklarının korunmaması, topluma ayak uyduramama.

1.3. Finansal Riskin Sınıflandırılması

Riski ele almanın birkaç yolu vardır. Para piyasalarında en eski ve en basit yol olan "temel" analiz kullanılmaktadır. Eğer bir hisse yükseliyorsa nedeni şirkette ve bağlı bulunduğu sektör ve ekonomide aranmalıdır. Yani, daha fazla çalışıp hissenin bir sonraki seanstaki hareketi öngörülmelidir. Bir hissenin, bononun, türevin veya para

[17] Emin Uzun, İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Teorik Olarak İrdelenmesi, **Mufad Dergisi**, Temmuz, 2005, s. 159.

biriminin hareketi ancak piyasa harici olmayan bir olay veya unsurun sonucu olmalıdır. Buğday fiyatları artar, çünkü Kansas veya Ukrayna'da kuraklık başlamıştır. Petrol fiyatları yükselir, çünkü savaş endişesi artmıştır. Ekonomi gazeteleri bu "çünkülerin" üzerine atlar ve onları önem sırasına dizerek haberleri satarlar.[18]

İkinci en eski bilinen yöntem "teknik" analizdir. Fiyat, hacim ve diğer göstergelerin grafiklerdeki bazı oluşumları tanıyıp, alma veya satma yönünde kararların alındığı bir yöntemdir. Para piyasalarında çokça uygulanır.

Ekonomi bölümlerinin şimdi "modern" olarak adlandırdığı, olasılık matematiği ve statistikten oluşan finans teorisi, böyle ortaya çıkmıştır. Buradaki temel düşünce fiyatların öngörülemeyeceği, fakat dalgalanmaların olasılık hesabı ile tanımlanabileceği üzerinedir. Böylece risk ölçülebilir ve yönetilebilir hale gelir.

Bu alanda ilk çalışmalar 1900'de "gerçek" matematikçiler henüz paranın yanına yaklaşmadığı zamanlarda, genç bir Fransız matematikçisi olan Louis Bachhelier' in piyasaları incelemeye cesaret etmesiyle başladı.[19]

Finansal riskler farklı özelliklere göre sınıflandırılabilir. Bu sınıflandırmalar riski oluşturan kaynağa göre ve riskin olası sonuçlarına göre yapılabilir.

Yatırımların çeşitlendirilmesiyle, ortadan kaldırılabilen riskler sistematik olmayan riskler olarak adlandırılmaktadır. Sistematik olmayan risklerin diğer adlarından biri çeşitlendirilebilir risk, diğer biri ise spesifik risktir. Portföy eşitlendirilmesi ile ortadan kaldırılmayan riskler ise sistematik riskler olarak adlandırılmaktadır. Bu risk grubunun diğer adı ise çeşitlendirilmeyen risktir.[20]

1.3.1. Sistematik Riskler

Sistematik riskin kaynağını genel ekonomik, siyasi ve sosyal olaylar sonucu ortaya çıkan gelişmeler oluşturmaktadır. Ekonomik, siyasi ve sosyal gelişmeler, varlık fiyatları üzerinde dışsal etkilere neden olmaktadır. Dolaysıyla tüm varlıkların değerleri

[18]Kılıç, **a.g.e.**, s.35.

[19]Kılıç, **a.g.e.**,s.35.

[20] Altay, **a.g.e.**, s.4.

bu gelişmelerden etkilenmektedir. Sistematik risklerin etkilerinin dışsal olmadan kastedilen, varlığı ihraç eden işletmenin yönetiminin alacağı kararlar ile sistematik risklerin kontrol edilemeyeceğidir. Dolaysıyla sistematik riskler, hem piyasada mevcut tüm varlıkları etkilemektedir hem de kaçınmak mümkün değildir. Bu yüzden de sistematik riskin bir diğer adı da çeşitlendirilmeyen risktir. Çeşitlendirme, diğer bir deyişle yatırım tutarını farklı varlıklara bölüştürerek yatırım yapma, riski azaltmada uygulanan bir yöntem olmakla birlikte risk en fazla sistematik risk düzeyine kadar indirilebilir.[21]

Sistematik riskle ilgili olarak üzerinde durulması gereken noktalardan bir diğeri de tüm varlıkların bu riski taşımalarına karşın, hepsinin sistematik riskinin bir birinden farklı olabileceğidir. Bazı varlıklar ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı daha duyarlı, bazıları ise az duyarlı olabilmektedir.

Sistematik riskten korunmanın yolu, tüm riski tamamen ortadan kaldırma yada riskten korunma stratejisi olarak adlandırılabilecek hedgingtir. Hedging stratejisini uygulanması ise türev ürünler piyasasına işlem yapılmasını gerektirmektedir. Türev piyasalarda yapılan işlemle, yatırım yapılan varlığın gelecekteki fiyatının sabitlenmesi mümkün olabilmektedir. Böylelikle yatırımcılar şimdiden sahip oldukları varlığın satış fiyat ve miktarı konusunda anlaşarak fiyat değişim riskinden korunabilmektedir.

Eğer portföy içinde bulunan varlıkların fiyatları, meydana gelen gelişmeler karşısında aynı yönde değişiyorsa, risk azalışı açısından çeşitlendirmeden beklenen faydayı elde etmek mümkün olmayacaktır. Oysa portföy içindeki varlıkların fiyatları, aynı anda farklı yönde hareket ediyorsa, portföy içinde yer alan bir varlıktan doğan kayıp, diğer bir varlığın kazancı tarafından telafi edilebilecek, dolaysıyla toplamda portföyün riski azalabilecektir. Ancak varlık fiyatlarını etkileyen gelişmeler arasında yer alan sistematik riskler, tüm varlıkların fiyatları üzerinde etkili ise ve hatta varlık fiyatları üzerinde yaratacağı etkini yönü aynı ise çeşitlendirme sistematik riskten korunmak için yetersiz kalacak, ancak sistematik riski azaltabilecektir.

---

[21] Altay, **a.g.e.**, s.5.

Sistematik risk, temel olarak üç farklı risk unsuru tarafından oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla, Enflasyon riski (yanı satın alma gücü riski), faiz oranlarında görülen risk ve en son olarak mevcut piyasada gözlemlenen risktir.

1.3.1.1. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski piyasa faiz oranındaki değişkenlikten dolayı zarara uğrama ihtimali olarak tanımlanabilir. Faiz oranları riski, faiz oranındaki değişimler nedeniyle varlık fiyatlarında meydana gelen düşüş olarak tanımlanabilir.[22] Piyasa faiz oranında meydana gelen değişimler piyasada bulunan tüm varlıkların fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Bir varlığın teorik değeri, o varlığın geri kalan vadesi boyunca yatırımcısına sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değeri olduğundan, faiz oranlarında meydana gelen bir değişim, nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılacak iskontu oranını (beklenen minimum getiri oranını) değiştirecek bu da sonuçta varlığın temel değeri ve piyasa değerini etkileyecektir. Bono ya da tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetlerin değerleri, piyasa faiz oranındaki beklenmeyen değişikliklerden doğrudan etkilenirler. Piyasa faiz oranlarının artması, tahvilin değerinin azalmasına neden olacaktır.

Dolaysıyla, diğer koşullar sabit olmak üzere, faiz oranlarının yükselmesi varlık fiyatları üzerinde azaltıcı bir etki yaratırken, faiz oranlarında meydana gelecek bir düşüş varlık fiyatlarının artmasına neden olmaktadır.[23]

Faiz oranındaki değişimin iki yönlü etkisi beraberinde durasyon kavramını getirmektedir. Durasyon (Duration), bir tahvilin her bir dönemde sağladığı nakit akışlarının bugünkü değerine (tahvilin değeri) oranı ilgili dönemin ağırlığı olmak üzere tahvilin dönem sayısının ağırlıklı ortalamasıdır. Diğer bir deyişle durasyon, ağırlıklı ortalama vade anlamına gelmektedir ve matematiksel olarak şu şekilde gösterilebilir:[24]

$$D = \frac{DM}{(1+i)}$$

[22] Buğra Tokmakoğlu, **İşletmeler İçin Risk Çeşitleri**, Ekim 2009, s.18.
[23] Altay, **a.g.e.**, s. 8.
[24] Altay, **a.g.e.**, s. 13.

Durasyon kavramının faiz oranı riski açısından önemi, sadece sahip olunan faize duyarlı pozisyonun faiz oranındaki beklenmeyen değişimlere karşı ne kadar değer kaybedilebileceğini tahmin etmede kullanışlı olmasından ileri gelmektedir. Hem aktifinde hem de pasifinde faize duyarlı varlıklar bulunduran işletmeler için durasyon bir risk yönetim aracı olarak kullanılabilir.

İşletmeler, faize duyarlı menkul kıymetlere yaptıkları yatırım nedeniyle işlem riski ile de karşı karşıya kalmaktadırlar. Söz konusu menkul kıymetler hem genel piyasa riski hem de spesifik risk taşımaktadırlar.

Diğer yandan faiz oranındaki beklenmeyen değişkenlerin yaratabileceği bir başka risk de gap riskidir. İşletmenin faize duyarlı aktifleri ile faize duyarlı pasiflerinin vade ve tutar olarak birbirini karşılamaması durumunda faiz oranındaki beklenmeyen değişimler aktifteki (ya da pasifteki) kalemlerden kaynaklanan zararın pasifteki (ya da aktifteki) kalemlerden kaynaklanan değer artışı tarafından telafi edilmemesine yol açabilmektedir.

1.3.1.2. Enflasyon Riski

Enflasyon bir ekonomik fiyatlar genel seviyesindeki değişim olarak tanımlanabilir. Dolaysıyla enflasyon oranlarında meydana gelecek beklenmeyen bir artış, gelecekte elde edilecek getiri ile yapılacak tüketim düzeyini düşürecektir. Her ne kadar genel olarak analizler parasal tutarlar ve parasal tutardaki artış oranı olan getiri oranı üzerinden yapılsa da asıl olan yatırımcının yatırımdan sağlayacağı fayda düzeyidir.[25] Bir yatırımcı faydayı, nihai amacı olan tüketimi vasıtasıyla elde edecektir. Yatırım faaliyeti, tüketimin ertelenmesi üzerine kurulu olduğundan, fiyatlar genel seviyesinde meydana gelecek beklenmeyen bir değişim, dönem sonunda yatırımcının beklediği tüketim düzeyine (ve fayda seviyesine) ulaşmamasına yol açacaktır. Bu açıdan satın alma gücü riski yatırımcının reel olarak zarara uğrama olasılığını içermektedir.[26]

---

[25] Esenay Aydoğan, 1980'den Günümüze Türkiye'de Enflasyon Serüveni, Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 2004, s.92.
[26] Altay, **a.g.e.**, s. 8.

Enflasyonun işletmeler üzerindeki olumsuz etkileri aşağıdaki gibi özetlenebilir:[27]

a) Enflasyon işletmeler için belirsizliktir. Bu belirsizliklerin bulunduğu yüksek enflasyon dönemlerinde işletmeler, istikrarsızlıktan kaynaklanan belirsizlik nedeniyle uzun önemli plânlama yapamazlar.

b) Enflasyon arttıkça nominal faiz artar, buna bağlı olarak belirsizlikten kaynaklanan risk priminin de yükselmesi nedeniyle, işletmelerin sermaye maliyetinin yükselmesi işletmeleri yatırım yapmaktan alıkoyar.

c) Enflasyon işletme sermayesi ihtiyacını sürekli artırır. Yüksek enflasyon ortamında fiyatlar devamlı olarak arttığından, işletmeler faaliyet hacimlerini korumak için daha fazla işletme sermayesine gerek duyarlar.

d) Enflasyon işletmelerin yapısını, izledikleri politikaları ve işleyişlerini olumsuz yönde etkiler.

1.3.1.3. Piyasa Riski

Piyasa riski, politik, ekonomik ve sosyal faktörlerin yanında, yatırımcı davranış ve tercihlerindeki değişimlerden kaynaklanan risk olarak tanımlanmaktadır.

Yatırımcıların beklenti, tutum ve davranışlarının değişimi somut ya da rasyonel nedenlere bağlı olabildiği kadar psikolojik nedenlerden de kaynaklanabilmektedir. Örneğin, firma karlılıklarında düşüşün öngörülmesi ya da politik istikrarsızlık beklentileri, varlık fiyatlarında düşüşe neden olabilecek somut risk unsurları olarak değerlendirilebilir. Buna karşın menkul kıymetleri ihraç eden işletmelerin gelirlerinde ya da genel durumlarında değişiklik olmaksızın fiyatların dalgalanması söz konusu olabilmektedir. Bu tür fiyat dalgalanmalarının altında yatırımcı beklentileri ve

[27] Evin, **a.g.e.**, s.6.

davranışlarındaki psikolojik unsurların yattığı söylenebilir. Yatırımcıların somut olaylara aşırı tepki vermeleri ve toplu hareketleri, yığın halinde panik satışlar dolaysıyla fiyat düşüşlerin ya da aşırı alımlar dolaysıyla fiyat artışlarına yol açabilmektedir.[28]

Piyasa riski, bir işletmenin alım satım portföyünde yatırım yaptığı varlıkların fiyatlarında meydana gelen değişimden dolayı zarar etme olasılığı olarak tanımlanabilir. Yatırımcılar gelecekte bekledikleri getirileri elde edebilmek amacıyla sahip oldukları tasarrufları kişisel risk tercihleri doğrultusunda çeşitli yatırım araçlarına yönlendirirler. Ancak gelecekte, bu yatırım araçlarının değeri her zaman yatırımcıların bekledikleri düzeyde gerçekleşmeyebilir. Dolaysıyla etkili bir risk yönetimi stratejisi uygulayabilmek için öncelikle bu risklerin nelerden kaynaklandığını bilmek, maruz kalınan risk düzeyini ölçebilmek ve riskleri yönetebilecek araçları tanıma gerekmektedir. Bu kısımda başlıca piyasa riski unsurlarından olan faiz oranlarında gözüken risk, hisse senetlerinin fiyat değişimlerinden kaynaklanan risk, döviz kurlarının hareketlerinde meydana gelen risk, vadeli işlem sözleşmelerinden kaynaklanan risk ve emtia fiyat değişim riski ele alınacak, bunların hedging edilmesi ve yönetilmesi ile ilgili yaklaşımlar incelenecektir.[29]

Piyasa riski, piyasa fiyatları ya da oranlardaki değişiklik nedeniyle varlık fiyatlarının azalma ihtimalinden kaynaklanmaktadır. Piyasa riski, bir işletmenin sahip olduğu menkul kıymet, döviz, türev ürün ve alım satım portföyünde yer alan emtia pozisyonlarından ileri gelmektedir.

Bir işletmenin piyasa riskine maruz kalmasının nedeni tam korunma (hedge) yapılmayan bir pozisyona sahip olmasıdır. Tam korunmanın sağlanmaması, riskli varlığın hiçbir şekilde hedge edilmemesinden kaynaklanabileceği gibi, sahip olunan pozisyonu hedge etmek için türev ürün piyasasında mevcut sözleşmelerin baz varlıklarının birebir aynı olmamasından da ileri gelebilir.

Forward, future, opsiyon ve swap gibi türev ürünler riske karşı korunmak için kullanabileceği gibi, başlı başına spekülatif amaçla da yatırım yapabilir varlıklar

---

[28] Ali Bülent PAMUKÇU, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Der Yayınları, 1999, s. 160.

[29] Türkiye Bankalar Birliği, **a.g.e.**, s. 5.

olmaktadır. Bu ürünlerin üzerine yazılı baz varlığın fiyatındaki değişimden kar elde etmek amacıyla türev ürünlerin alınıp satılması riskten korunmalarına değil aksine piyasa riskine maruz kalmalarına neden olmaktadır.[30]

Piyasa riski çeşitli alt başlıklar halinde incelenebilir. Bunlar, hisse senedi fiyat değişimi riski, faiz oranı riski, döviz kuru riski, emtia fiyat değişim riski ve türev ürün fiyat değişim riski şeklinde adlandırılabilir.

1.3.1.4. Kur Riski

Kur riski, döviz kurlarındaki değişkenlik nedeniyle karşılaşılan zarar etme olasılığıdır. Belirli bir yabancı para cinsinden sahip olunan tutarların tam olarak hedge edilememesi dolaysıyla ortaya çıkar. Bir işletmenin gelirleri ile giderleri aynı para cinsinden olmadığından kur riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Örneğin Türkiye' de faaliyet gösteren bir işletmenin gelirleri TL cinsinden olduğu halde giderleri ABD doları cinsinden olduğundan, TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesi durumunda beklenmeyen bir zararla karşı karşıya kalacaktır. Bu riskin bertaraf edilmesi için bir dizi forward sözleşme gibi de düşünülebilen para swapı yapılabilir.[31]

Döviz kurlarında yaşanan dalgalanmaların olumsuz etkisi, özellikle yabancı para cinsinden işlem yapan işletmeleri etkileyebileceği gibi tüm ekonomiyi etkilemektedir. İşletmelerin bu risklerden korunma yöntemlerini zamanında ve etkin bir şekilde uygulamamaları mali açıdan başarısız olma olasılıklarını güçlendirmektedir.[32]

1.3.2. Sistematik Olmayan Riskler

Sistematik olmayan riskin bir diğer adı da çeşitlendirilebilir risktir. Sistematik olmayan risk, yalnızca ilgili varlığa ya da bu varlığı ihraç eden işletmeye özgü olan riskleri ifade etmektedir. Bir işletmenin ihraç ettiği varlığın değeri, varlığın geri kalan ömrü boyunca sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değeri toplamıdır. Söz konusu menkul kıymet eğer hisse senedi ise, hisse senedinin yatırımcısına sağlayacağı nakit

---

[30] Altay, **a.g.e.**, s. 10

[31] Türkiye Bankalar Birliği, **a.g.e.**, s.15.

[32] Meltem Akyüz, **Mali Başarısızlık Riskinin Genel Olarak Değerlendirilmesi ve Türk Mevduat Bankaları Üzerine Bir Deneme**, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1996, s.17.

akışları (kar payları) doğrudan şirketin karlılığı ile ilişkili olacaktır. Şirketin karlılığı; genel ekonomik, politik ve sosyal unsurlardan etkilenebileceği gibi şirketin kendisine özgü unsurlardan, diğer bir deyişle yürüttüğü işin başarısı, yönetim yaklaşımı ya da şirketin finansal yapısı gibi unsurlardan etkilenecektir. Bu unsurlar şirketten şirkete farklılık göstereceği için, bu unsurlardan doğam riskler şirkete özgü riskler olarak değerlendirilmektedir. Çeşitlendirme açısından bakıldığında ise, her şirketin sistematik olmayan risk kaynakları bir birinden farklı ve istatistiksel olarak birbirinden bağımsız olacağından, portföyde bulunan varlıklar için bu unsurlarda meydana gelecek fiyatlar üzerindeki etkisi ortalamada birbirini götürebilir. Diğer bir deyişle bir portföy içinde yer alan bir menkul kıymetin değerinde meydana gelen sistematik olmayan risk kaynaklı düşüş, aynı anda portföy içinde bulunan başka bir menkul kıymetin değerinde meydana gelebilecek bir artış tarafından bertaraf edilebilir. Dolaysıyla sistematik olmayan risk,portföy içinde bulunan varlıkların getiri oranlarının aynı anda farklı yön ve şiddetlerde değişimi nedeniyle yok edilebilmektedir. Ancak bir portföyün sistematik olmayan riskinin ortadan kaldırılabilmesi için etkin bir çeşitlendirme yapılması gerekmektedir.[33]

Sistematik olmayan risk; finansal risk, iş riski ve yönetim riski başlıkları altında toplanabilir.

1.3.2.1. Finansal Risk

Finansal risk, işletmelerin yabancı kaynak kullanmalarında ileri gelen bir risk türüdür. Yabancı kaynakların maliyeti, öz kaynağın maliyetine göre daha düşüktür. Bu nedenle işletmenin daha yüksek düzeyde borçlanması, hisse senedi sahiplerinin hisse başına karlarını yükseltirken borçların geri ödenmeme ve dolaysıyla iflas olasılığının artması nedeniyle işletmenin hisse senetlerinin riskliliği de artmaktadır.[34]

Bir işletmenin toplam kaynaklar içinde ne kadar yabancı kaynak kullanacağı, şirketin yönetiminin kararıdır. Bu nedenle finansal risk, yönetimin kontrolü dahilinde bir risk türü olarak değerlendirilmekte ve ortadan kaldırılması mümkün olabilmektedir.

---

[33] Pamukçu, **a.g.e.,** s. 161.

[34] Pamukçu, **a.g.e.**, s.162.

1.3.2.2. Sektör Riski

Bir işletmenin karlılığı, tüketicilerin o işletmenin ürettiği ürünlerle ilgili tercihleri, hammadde ve diğer girdileri sağlarken karşılaştığı sorunlar ve teknolojik gelişmeler gibi şirketin faaliyet konusu ile ilgili birçok unsurdan etkilenmektedir. Bu unsurlarda meydana gelen olumsuz gelişmeler şirketin karlılığı ve dolaysıyla ihraç ettiği menkul kıymetin değeri üzerinde negatif etkilere neden olacaktır.[35]

Sektör riski de şirketin bulunduğu sektöre bağlı olarak ortaya çıkan risk olarak tanımlanmaktadır. Bu riskler şirket için hem pozitif hem de negatif bir durum yaratabilir.[36]

Sektör riski, işletmenin faaliyet gösterdiği ortamdaki değişmelerin faaliyet gelirine ve beklenen kar payına etkisi olarak da tanımlanabilir. Farklı endüstrilerde faaliyet gösteren işletmelerin hisse senetlerinden oluşturulan portföylerle bu risk ortadan kaldırılabilmektedir.[37]

1.3.2.3. İşletme Yönetimi Riski

Yönetim riski, işletme yöneticilerinin aldıkları kararların işletmenin karlılığı üzerindeki etkisinden kaynaklanmaktadır. Sağlıklı kararlar alan bir yönetim işletmenin karlılığını artırabileceği gibi, sağlıksız kararlar karlarda azalışa ya da zarara yol açabilmektedir. Bu nedenle yönetim riski, bütün diğer risk türlerinin etkilerini yöneticilerin bilgi ve yeteneklerine bağlı kararlar alması beklentilerin gerçekleşmemesine ve dolaysıyla riskliliğin artmasına neden olurken, sağlıklı kararların alınması beklentilerin gerçekleşme ihtimalini yükseltmektedir.

Yönetim riski, şirket karlılığı ve karlılığın değişkenliği üzerinde önemli bir etkiye sahip olması nedeniyle, doğal olarak hisse senedi yatırımcıları açısından da dikkate alınması gereken bir unsurdur. İyi yönetilen bir işletmenin beklenen karlılığı

---

[35] Pamukçu, **a.g.e.**, s. 162.

[36] Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2000, s. 200.

[37] Pamukçu ,**a.g.e.**, s. 163.

daha yüksek bir olasılıkla gerçekleşeceğinden, hisse başına düşen kar payı beklentisinin gerçekleşme olasılığı artacak, dolaysıyla hisse senedinin riski düşecektir.[38]

1.3.2.4. Faaliyet Riski

Faaliyet riski firmaların varlıklarının oluşumu ile ilgilidir. Toplam varlıkları içinde sabit varlıklarının payı büyük olan bir firmada faaliyet riski yüksektir.[39] Firmanın yüksek sabit aktif/toplam aktif oranı, maliyetlerin oluşumunda sabit maliyetlerin değişken maliyetlere göre payını artırır ve firmanın karlılık başabaş noktasını yukarı çeker. Diğer bir ifade ile sabit giderler ile toplam giderler arasındaki oranın, yani firmanın faaliyet kaldıracının yüksek oluşmasına neden olur. Bu durum ise firma satışlarının küçük değişmelerinden bile etkilenen hassas bir karlılık yapısı oluşturur. Satışları olumsuz etkileyen sistematik olan veya olmayan faktörler finansal varlığın veriminin büyük düşüşler göstermesine denen olur.[40]

1.4. Finansal Riskin Belirlenmesinin Yararları

İşletmeler ileride karşılaşacakları riskleri minimize etmek için önceden riskleri belirlemeli ve bunlara uygun olarak tedbir almaları gerekmektedir. Eğer riskler önceden belirlenir ve iyi şekilde de yönetilirlerse işletmeler bu tehditleri fırsatlara çevirebilirler. Risklerin doğru algılanmaması yöneticilerin yanlış kararlar almasına neden olur ve bu da işletme adına kötü sonuçlar yaratabilir.

İşletmeler çevrede olan faktörlere bağlı olarak etkilenmektedirler. Ekonomik ve çevresel faktörlere bağlı olarak işletmelerin gelirleri azalabilir, borçlanmaların artması sonucu likidite durumu azalabilir veya faiz ve kar ödemelerinin artması gelirler düzeyini düşürebilir. Bunların sonucu olarak da işletme zor duruma düşmektedir. Bu değişimler işletmelerde tehditler yaratmakta ve risk olarak karşımıza çıkmaktadırlar.

Finansal risk, literatürde piyasa, kredi, likidite ve faaliyet (operasyonel) riski alt başlıkları halinde incelenmektedir. Finansal risk şimdiki ve gelecekteki bir zaman arasında çevredeki değişimlerin bir sonucu olarak portföylerdeki olası değişimlerin

[38] Altay, **a.g.e.**, s.9.

[39] Sarıkamış, **a.g.e.**, s. 180.

[40] Sarıkamış, **a.g.e.**, s.169.

ölçümü olarak tanımlanmaktadır. Finansal risk ayrıca fiyatların dalgalanması karşısında işletmelerin ya da bireylerin aktif veya pasif değerlerinin değişmesi olarak da tanımlanabilir. Şirketin finansal riski, kredilerinin süresi veya döviz riskinin doğurduğu kayıplar ile ölçülmektedir. Finansal riskleri makroekonomik açıdan ele aldığımızda, söz konusu risklerin, kendi dinamiklerinden değil, tamamıyla dış etkenlerden kaynaklanan tüm kurumları ve yatırımcıları aynı anda etkileyen özelliğiyle sistematik bir yapıya sahip olduğu söylenebilir.[41]

Finansal risklerin belirlenmesinden sonra, uygun çözüm yöntemlerinin seçilmesi ve zamanında uygulanması süreçlerini de kapsayan finansal risk yönetimi işletmelerde uygulanması gerek yönetim biçimidir. Risk yönetimi, birçok finansal göstergenin işletmelerin özel durumlarıyla ilişkilendirilmesi sonucu; verilen kararlarının, devamlı gözden geçirilmesi, gerekiyorsa yeni önlemlerin alınması şeklinde dinamik bir süreci içermektedir. Finansal risk yönetiminde, verilen kararlar günlük, kısa vadeli ve uzun vadeli olarak alınmaktadırlar. Finansal kararların başarısı, verilen kararın doğru olması kadar; zamanında verilmesi ve zamanında uygulanmış olmasıyla da yakından ilgilidir. Zamanlama finansal yönetimin en önemli yönlerinden biridir.[42]

1.4.1. Yönetim Açısından Yararları

Risk analizi ve yönetiminin hedefi, kurum içerisinde olabilecek tehlikelere uygun cevap verebilecek, kasıtlı ya da kasıtsız tehditlerin etkisini ve olma ihtimalini azaltacak hazırlıkları, prosedürleri ve kontrolleri teşhis etmektir.

Risk yönetiminin yönetim açısından yararları ve zararları bulunmaktadır. Genel olarak yararları şu şekilde sıralayabiliriz:[43]

1) Risk analizi sonrası alınan ilk sonuçlar ile organizasyon yada işletmedeki olası tehlikeler ve alınacak tedbirler önceden belirlenmiş teknikler yöntemiyle yönlendirilir,

---

[41] Ayşe Eyüboğlu, **Risk Yönetimi Aracı Olarak Futures Piyasaları: Yapısı, İşleyiş Mekanizmaları ve Bazı Ülke Örnekleri,** Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları N:21, Ankara, 1995, s. 32.

[42] Güven Sayılgan, **İşletme Finansmanı,** 6. Baskı, Ankara: Turhan Kitapevi, 2013, s.285.

[43] Yasemin Keskin, **İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Tahmini, Çok Boyutlu Model Önerisi ve Uygulaması,** (Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü „ Doktora Tezi), Ankara, Temmuz 2002, s. 16.

2) İşyeri çalışanlarının iş sağlığı ve güvenliği konularında bilgi sahibi olmalarını ve katılımlarını sağlar,

3) İşletmenin sağlıklı büyümesine ve iyi yönetim şeklinin oluşmasına olanak yaratır,

4) Çevrede oluşan değişkenliklere karşı nasıl durum alınması gerektiğinin önceden tespit edilmesine fırsat yaratır.

5) Pazarlarda meyana gelen değişimlere ayak uydurulması,

6) Sektördeki ürün çeşitlendirilmelerine bağlı olarak şirketin de ürün çeşitlendirilmesine gitmesi,

7) Şirketin iyi bir teknik geliştirerek olası zararları minimize etmesi.

Finansal risk yönetiminde vadeli işlem sözleşmelerinin uygulanması şirket açısından bu anlamda önemli yararlar sağlamaktadır.

Risk yönetimi her zaman başarılı sonuçlanmaya bilir. Kötü bir risk yönetimi kötü sonuçların alınmasına sebep oluyor. Bu bağlamda işletmelerde finansal başarısızlıklara sebep olan başlıca nedenleri şu şekilde sıralayabiliriz:[44]

1) Finansal planlamanın yetersiz oluşu, finansman gereksinimleriyle kaynaklar arasında dengenin kurulamayışı, kaynakların süreleri ile bunların yatırıldıkları varlıkların kullanım süreleri arasında uyumsuzluk bulunması,

2) İşletmenin olanaklarının çok üzerinde büyümesi ve bunun sonucu aşırı borçlanma ve öz kaynak yetersizliği sorunu ile karşılaşması,

3) Sabit nitelikteki giderlerin, işletmenin taşıyabileceğinin çok üstünde bir yük oluşturması,

[44] Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 8. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayım, 2010, s.948.

4) Yükümlülüklerin yerine getirilmesi konusuna gereken özen ve titizliğin gösterilmemesi, yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli önlemlerin zamanında alınmaması,

5) Satış, üretim ve finans bölümleri arasında gerekli koordinasyonun sağlanamaması,

6) Yeni ürünler geliştirilememesi,

7) İlgili endüstri kolundaki gelişmelerin yakından izlenmemesi,

8) Olumsuz gelişmelere karşılık yöneticilerin zamanında ve yerinde etkili önlemler alamamaları.

1.4.2. Kredi Verenler Açısından Yararları

Finansal başarının sağlanması yatırımcılar açısından ne kadar önemli konuysa aynı şekilde de kredi verenler açısından da çok önemlidir. Kredi kurumlarının kredi verirken duygusallıktan çok gerçekçi yanaşmaları onların ekonomik yarar sağlamalarına olanak yaratıyor. Kurum ne kadar etkin davranmazsa o kadar da başarısız olacaktır. Kredi veren kuruluşun basit bir hatası bile kurumun faiz gelirlerine etki etmekte, dolaysıyla gelirlerini azaltmaktadır. Örneğe bakacak olursak, bir bankanın kredi veren zaman müşterisini doğru analiz edememesi geri dönüşü olmayan kredilerin verilmesine, dolaysıyla şirketi zarara sokacak bir kararın verilmesine neden olacaktır. Diğer bir örnekle, bankanın siyasi olarak yanlış bir karar vermesi veya hata yapması bankaya olan güveni sarsabilir ve bunun sonucu da bankanın mevduat sahipleri paralarını geri çekerler. Bu da şirketin zarar etmesine neden olur.[45]

Kredi riski, bir borç yada kredi verildiğinde veya tahvil ya da bono gibi alacak hakkı tanıyan bir menkul kıymete yatırım yapıldığında ortaya çıkmaktadır. Dolaysıyla kredi riski yalnızca alacaklı olan tarafın karşılaştığı bir risk türüdür. Kredi riskinin diğer

[45] Güven Delice, Finansal Krizler, Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif, Erciyes Üniversitesi, **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 20, 20003, s. 61.

bir tanımı, karşı tarafın kredi değerliliğinde meydana gelen bir azalış nedeniyle zarar etme olasılığıdır.[46]

Kredi riski, verilen kredinin veya alacak hakkı tanıyan menkul kıymetin ihraççısının temerrüde düşmesi, kredi faiz oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki spreadin değişkenliği ya da karşı tarafın kredibilitesinin azalması nedeniyle ortaya çıkmaktadır.

1.4.3. Denetim Açısından Yararları

Finansal tabloların en önemli kullanıcılarından olan mali analistler ve denetçiler açısından finansal risklerin belirlenmesinin yararları vardır. Bu kişiler direk olarak şirketin durumuna etki etmeseler de, yatırımcıların bilgilendirilmesinde çok önemli bir fonksiyona sahiptirler. Son dönemlerde mali müşavirlerin artmasıyla dış denetim daha da geniş bir boyut kazanmıştır. Şirketin finansal durumunun doğru ve geniş biçimde incelenmesi, finansal risk derecesinin önceden belirlenmesi, risklilik durumunun düşürülmeye çalışılması denetçiler açısından çok önemlidir. Eğer şirket finansal durumunu iyi analiz edip yönlendirebilirse, risk durumunu minimuma indirirse şirket bağımsız dış denetim tarafından incelendiğinde güven yaratır. Bu da şirketin müşterilerinin şirkete olan güvenini artırdığı gibi, yeni yatırımcılarında artmasına etki etmektedir.

Riskin iyi yönlendirilmesi şirket içinde, kurum bazında mikro değer yarattığı gibi, şirket dışında makro değer yarattığı da savunulmuştur.[47]

1.4.4. Yatırımcılar Açısından Yararları

Ekonomide ortaya çıkan durgunluk, tüketicilerin tüketim tercihlerinin değişesi, siyasal olaylar veya yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini büyük miktarlarda satışa

---

[46] Türkiye Bankalar Birliği, **a.g.e.**, s. 7.

[47] Nihat Altuntepe, 2008 Küresel Krizinin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerine Etkilerinin Dinamik Bir Analizi, Süleyman Demirel Üniversitesi, **Vizyoner Dergisi,** 2009, s.131.

çıkarmaları finansal piyasalarda olumsuz etki yaratmaktadır. Bu etki çoğu zaman fiyatların geçici olarak düşmesi ile sonuçlanmaktadır. [48]

Finansal riskler; satışların hacmine, yeni projelere, hava durumuna, siyasal faktörlere, birleşme ve bölünmelere, borcun finansmanına bağlı olmakla ortaya çıkmaktadırlar.[49]

İyi bir fizibilitesi olmayan yatırımlar firma için kötü sonuçlar yaratmaktadır. Yatırımdan beklenen verimin elde edilememesi, yatırım için alınan kredilerin geri ödemelerinde sorunların ortaya çıkması bunlara birer örnektir. Ayrıca firmanın verimsiz alanlara yatırım yapması veya sabit gider niteliğindeki giderlerinin artması da firma için risk oluşturmaktadır.[50]

Firmanın yabancı ülkelerde yatırımlarının olması durumunda, döviz kuru riski dalgalanmalarından korunması için de finansal risk planlamasının önceden yapılması çok faydalıdır. Şirketin bu durumlarda tercih yöntemi vadeli işlem sözleşmeleri olmaktadır. Vadeli işlem sözleşmeleri riskleri ya tamamen aradan kaldırmakta ya da en aza indirmektedirler.[51]

---

[48] Ünal Bozkurt, **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İstanbul: İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 1998, s.83.
[49] Karen A. Horcher, **Essentials of Financial Risk Management**, USA: John Willey, SonsInc., 2005, s.16.
[50] Berk Çağdaş, Cudi Tuncer Gürsoy, Şirketlerde Finansal Risk Yönetimi Amaçlı Bir Modelin Geliştirilmesi Yöntem ve Aşamaları, **İTÜ Dergisi**, Sayı 3, Haziran 2003, s.2
[51] Evin, **a.g.e.**, s.23.

İKİNCİ BÖLÜM

ANONIM ORTAKLIKLAR VE HALKA AÇILMA

2.1 Genel Olarak Şirket Kavramı ve Şirket Türleri

İşletme, üretim faktörlerinin planlı ve sistemli bir şekilde bir araya getirerek mal ya da hizmet üretimi amacı güden üretim birimine denir. İşletme insanların ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulan ve kişilerin malzeme, araç, gereç, hammadde, para, mal gibi faktörleri bir araya getirerek mal veya hizmet üretmek veya satmak doğrultusunda kurdukları iktisadi birimlerdir.

İki veya daha fazla gerçek veya tüzel girişimcinin müşterek bir ticari amaç için para, mal ve emeklerini birleştirerek kurdukları ortaklığa şirket denilmektedir. Şirketler belli başlı amaçlar için kurulur. Bu amaçları şöyle sıralayabiliriz: [52]

1) Şirketin kar elde etmesini sağlamak

2) Şirketin insanlara ve ekonomiye faydasını sağlamak

3) Şirketin büyümesini ve güçlenmesini sağlamak

Bir ortaklığın veya kuruluşun şirket sayılabilmesi için sağlaması gereken bazı unsurlar vardır: [53]

1) Kişi unsurunun sağlanması: Şirkette çalışan kişi sayısı birden çok olmalıdır.

2) Sermaye unsurunun sağlanması: Kişiler para, mal ya da emeklerini şirkete sermaye olarak koyabilir.

3) Sözleşme unsurunun sağlanması: Şirkette kişiler arasında sözleşme yapılmalıdır.

---

[52] T.C. Millî Eğitim Bakanlığı, **Muhasebe Finansman, Şahıs Şirketleri**, 344mv0020, 2011, s.2.

[53] T.C. Millî Eğitim Bakanlığı, **a.g.e.**, s.3.

4) Ortak amaç unsurunun sağlanması: Şirket çalışanlarının ulaşmak istedikleri ortak bir amaçları olmalıdır.

5) Eşit amaçlarda birleşme ve işbirliği unsurunun sağlanması: Şirket çalışanları ortak amaçları doğrultusunda işbirliği yapmalıdırlar.

TTK' da ticaret şirketleri tek tek sayılmıştır. Bunlar; anonim, limited, kollektif, komandit şirket ve kooperatiflerdir. Tüm şirketlerin temeli sayılan adi şirket ise BK' düzenlenmiştir. Adi şirket, sadece tüm şirketlere ana modellik yapmakla kalmaz; aynı zamanda ticaret şirketlerine uygulanacak hükümlerin belirlenmesinde de yardımcı olur.[54]

1) Sermaye şirketleri; anonim, limited ve paylı komandit şirketler,

2) Şahıs şirketleri; adi şirket, kollektif şirket ve adi komandit şirket olarak ayırmak mümkündür.

2.2. Anonim Şirket Kavramı

Anonim şirketleri tanımlayacak olursak, bir unvana sahip olarak esas sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız tüzel kişiliğin mal varlığı ile sorumlu tutulan şirket türleridir.

Anonim şirketler, uygulamada özellikle büyük ölçekteki işletmelerin tercih ettiği yaygın şirket türüdür. Anonim şirket gerek organizasyonu, gerek işleyişi itibariyle profesyonel bir örgütlenmeye sahiptir. Bu yüzden sınırlı sorumluluk rejiminden yararlanmak isteyen ve nispeten daha küçük ölçekte bir işletmeye sahip olan kişiler, daha çok limited şirketi tercih etmektedir.

Anonim şirket tipik bir sermaye şirketi olarak, bu türe ait tüm özellikleri bünyesinde barındırır.

---

[54] Tamer Bozkurt, **Şirketler Ve Kooperatifler Hukuku**, Güncellenmiş 8. Baski, XII Levha, İstanbul: Temmuz, 2013, s.2.

Sermayeleri nispeten büyük olduğundan anonim şirketler ülke ekonomisinde önemli rol oynar. Türkiye'nin en büyük işletmeleri anonim şirketler tarafından yöneltilmektedir. Bankalar, sigorta şirketleri, döviz büroları, aracı kurumlar, finansal kiralama, faktöring ve finansman şirketleri ancak anonim şirket şeklinde kurulabilir.[55]

Burada pay sahipleri, yalnız taahhüt etmiş oldukları sermaye ile ve yine aynı şekilde yalnız şirkete karşı sorumludur.[56]

Burada şirket unsurlarını şöyle sıralayabiliriz:[57]

a. Şirket ortaklığı bir ticaret unvanına sahip olmalıdır,

b. Şirket ortaklığının esas sermayesi belirli olmalıdır,

c. Şirket ortaklığının esas sermayesi paylara bölünmüş olmalıdır,

d. Şirket ortaklığının borçlarından dolayı yalnızca şirket sorumlu olacaktır,

e. Bu sorumluluk ortaklığın malvarlığı ile sınırlı kalacaktır,

f. Ortakların sorumlulukları ortaklığa koymayı yüklendikleri sermaye ile sınırlı bulunacaktır,

g. Ortaklıktan alacaklı olanların, ortakların kişisel malvarlıklarından alacaklarını istemeye hakları olmayacaktır.

Esas sermaye sözleşmede gösterildiği şekilde elli bin TL' den az olamaz ve sermaye artırılmasına gidileceği taktirde yönetim kuruluna tanınmış yetki çerçevesinde kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş halka açık olmayan anonim şirketlerde ise başlangıç sermayeleri yüz bin TL' den az olamaz. Bu tutar Bakanlar Kurulunca değiştirilebilir.

---

[55] Bozkurt, **a.g.e.,** s.133.

[56] TTK, Madde 329.

[57] Ahmet Kavak, **Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri,** 1.Basım, İstanbul: Beta Basım, 2005, s.11.

Burada anlatılmak istenen şey, kayıtlı sermaye ve çıkarılmış sermayelerdir. Kayıtlı sermaye anonim şirketlerin başlangıç sermayesidir. Yani bu şirket türüne geçildiğinde haiz olunması gereken miktardır. Diğer sermaye türü olan çıkarılmış sermaye ise, şirket tarafında çıkarılmış payların tümünün itibari değerlerinin toplamının ifade etmektedir.

Anonim şirketler, küçük tasarrufların yatırıma dönüşmesinde önemli roller üstlenir. Anonim şirketlerin ekonomik hayatta bu denli önemli olması, Devletin de bu şirketlerle ilgilenmesini gerektirmiştir. Eğer şirket halka açık değilse ve gerekli şartları sağlamıyorsa kayıtlı sermayeden çıkabilir. Bunun üçün Gümrük ve Ticaret Bakanlığından izin almaları gerekmektedir. Yeniden sisteme alındıklarında aranan nitelikleri kaybetmeleri durumunda, istemleri bulunsa dahi Bakanlık tarafından sistemden çıkarılıyorlar. [58]

Anonim şirketler için başka bir tanımlama yapmaya çalışsak kısaca küçük ölçekli, yalnız başlarına güç ve değerleri olmadığı düşünülen küçük tasarrufları bir araya getiren, bu şekilde genişleyerek çevreleri için istihdam yaratan, farklı girişimciler için örnek model oluşturmaya çalışan, şirketin başarısından sağlanan gelir ve kazançlardan basiretli bir şekilde kullanılmasını sağlayan bir şirket türüdür. Anonim şirketler ülke ekonomisi açısından en önemli şirket tipi olarak kabul edilmektedir.[59]

Anonim şirketlerin çalışma kapsamlarına kanunen yasak olmayan her türlü iktisadi amaç ve konular dahildir.[60]

---

[58] TTK, Madde 332.

[59] Bilgütay AkşiT, **Şirketler Muhasebesi**, İstanbul: Der Yayınları, 1996, İstanbul, s.18.

[60] TTK, Madde 331.

2.3. Anonim Şirketin Özellikleri

Anonim şirketlerin kendine has özellikleri bulunmaktadır. Bu özellikler sınıflandırılabilir:

1) Anonim şirketlerin çalışma kapsamlarına kanunen yasak olmayan her türlü iktisadi amaç ve konular dahildir. Ana sözleşmede bu şirketin konularının açık bir şekilde gösterilmesi zorunludur.

2) Anonim şirket türlerinde, şirketin ticaret unvanı altında kurulması ve ticaret unvanının ticaret siciline tescil ettirilmesi gerekmektedir.

- Anonim şirketler sermaye şirketleri olduklarından, ticaret unvanları iş konularıyla alakalı olmalıdır.

- "Anonim şirket" ibaresinin açık veya kısaltılmış "AŞ" olarak kullanılması gerekmektedir.

3) Anonim şirket türlerinde hisse devri yapmak çok kolaydır. Hisse senetleri menkul kıymetler olarak el değiştiriyorlar. Anonim şirketlerin kuruluş aşamasında ayni (mal, eşya) olarak konan sermaye karşılığında satın alınan hisse senetleri iki yıl süre geçmedikçe kanunen satılamaz.

4) Anonim şirket türü kurumlar vergisi mükellefidir. Verginin muhatabı şirkettir.

5) Şirket türlerinden tahvil veya hisse senedi çıkarma yetkisi sadece anonim şirketlere verilmiştir.

6) Anonim şirket türü tüzel kişiliğe sahiptir. Tüzel kişiliğin gerçekleşmesi için ticaret siciline tescil edilmesi gerekmektedir.

7) Anonim şirketlerin borçlu olmaları durumunda borçlarına karşılık sorumluluğu mal varlıkları ile sınırlıdır. Şirket ortakların sorumlulukları ise taahhüt ettikleri sermaye miktarları ile sınırlıdır.

8) Sermaye, her biri 1 Kr' luk değeri olan paylara ve katlarına bölünür.

9) Anonim şirketlerin sermayelerinin paylara bölünerek ayrı ayrı hisse senetlerini temsil etmesi mümkündür. Anonim şirket türlerinde sermayenin tamamı ödenmedikçe hamiline yazılı olan hisse senetleri çıkarılamaz.

Kanun aynı zamanda asgari ödenmiş sermaye şartı aradığı gibi, hisse senetlerinin nama yazılı olması ve ortaklarının da belli koşulları taşıması gibi nitelikler de aramaktadır.

2.4. Anonim Şirketlere Hakim Olan İlkeler

Anonim şirketler kurulurken sahip olmaları gereken ilkeler vardır. Bu ilkeler şirket' in hem karını artırmasına yardımcı olmakta hem de şirket içi çalışmaları düzenlemektedir. Çıkar çatışmalarının engellenmesi için de ilkeler geliştirilmiştir.

a) Çoğunluk İlkesi

Anonim şirket sermaye şirketi olduğu için, kişi sayısı değil, sermaye önelidir. Sermayenin çoğunluğuna sahip olan kişiler şirketin hemen hemen her alanında söz sahibidir. Yine, genel kurulda karar yeter sayısını sağlayan kişiler, şirket yöneticilerini de seçme hakkına sahiptir.[61]

b) Sınırlı Sorumluluk ve Malvarlığının Korunması İlkesi

Anonim şirketlerde şirket tüzel kişiliği alacaklılara karşı tüm malvarlığı ile sınırsız; ortaklar ise şirkete karşı ve sınırlı olarak sorumludur. Ortakların sınırlı sorumluluğu, sisteme rengini veren unsurdur. Bu sistemin, esas sözleşme veya genel kurul kararı ile bertaraf edilmesi de söz konusu olamaz. Bu yöndeki esas sözleşme hükmü ile genel kurul kararı batıldır.[62]

c) Devletin İlgilenmesi ve Denetlemesi İlkesi

[6161] Şükrü Yildiz, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara, 2004, s.58.

[62] Bozkurt, **a.g.e.**, s.148.

Anonim şirketler hemen hemen tüm ülkelerde ekonomik hayatta önemli birer aktör oldukları için, hiçbir ülke anonim şirketlere kayıtsız kalamaz.

Örneğin HAAO' lar da SPKr; finansman ve faktoring şirketleri, bankalar açısından BDDK; eğer sigorta şirketleri ise Hazine Müsteşarlığı'nın denetim yetkisi de belirtilmelidir.

d) Yabancı Bir Malvarlığının İşletilmesi İlkesi

Anonim şirketleri ekonomik alanda daha verimli kılma düşüncesinin yarattığı sonuç, yönetimin güçlendirilmesi ve özellikle şirketin teknik bilgi sahibi bir kadro tarafından yönetilmesidir. Böylece, özellikle büyük ve halka açık anonim şirketlerde yönetim de gittikçe yabancı malvarlığı işleten teknokratların eline geçmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesinin doğuş nedenlerini de burada aramak gerekir.[63]

e) Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Bu ilke özellikle halka açık anonim şirketlerde uygulama alanı bulan bir ilkedir. Menkul kıymetlerin halka arzı sebebiyle ortaya çıkan şirket küçük yatırımcı ilişkisinde, küçük yatırımcının bilgilendirilmesi getirilen yasal düzenlemelerle sağlanmaktadır.[64]

Kamuyu aydınlatma ilkesi, ortakların ve üçüncü kişilerin anonim şirketin faaliyetleri hakkında doğru ve açık bilgi sahibi olmalarıdır. TTK' da genel kurul toplantıları ile ilgili olarak konsolide finansal tablolar, finansla tablolar, denetleme raporları, yönetim kurumunun yıllık faaliyet raporu ve yönetim kurulunun kar dağıtım önerisinin, genel kurulun toplanmasına en az on beş gün kalmış, şirketin şube ve merkezlerinde pay sahiplerinin incelemesi üçün hazır bulundurulması gerekir. Bunlardan konsolide tabloların ve finansal tabloların bir yıl süre ile şube ve merkezde pay sahiplerinin bilgi edinmelerine ve gereken bilgileri sağlamalarına açık tutulması

[63] Fahiman Tekil, **Anonim Şirketler Hukuku,** İstanbul, 1998, s.59.

[64] Bilgili, Demirkapi, **a.g.e.,** s.163.

zorunluluğu ile her pay sahibinin, gideri şirkete ait üzere gelir tablosuyla bilançonun bir suretini isteyebilmesi bu ilkeye birer örnektir.[65]

Bu ilke HAAO' da üst seviyededir. Çünkü burada küçük yatırımcının korunarak, hissesini almak istediği şirketle ilgili en doğru ve tarafsız bilgileri edinebilme yollarının açık tutulması ve yatırımcının kararlarını sağlıklı alabilmesi ve tercihlerini özgür bir şekilde yapabilmesi önem arz etmektedir.[66]

f) Kurumsal Yönetim İlkesi

Kurumsal yönetim ilkesi, anonim şirketin en iyi şekilde yönetilmesi, denetlenmesi ve mükemmel uygulamalarla çalıştırılmasını hedef tutan yönetimdir. Sistemin temelinde uzmanlaşma ve profesyonelleşmeye dayanan kurumsallaşma yer almaktadır.[67]

Kurumsal yönetim anonim şirketlerin en belirgin ve önemli ilkesi olduğu için bu ilkeyi ileride daha fazla açıklamaya çalışacağız.

g) Eşit İşlem İlkesi

Eşit işlem ilkesi, pay sahiplerinin hukuki durumlarını şirkete karşı değiştiren her şirket kararı karşısında pay sahiplerinden her birinin diğer pay sahipleri gibi işlem görme hakkıdır. Bu ilke, temelde anonim şirketlerde çoğunluk ilkesinin yaratabileceği sakıncaları bertaraf etme ve çoğunluğun elindeki gücü kendi kişisel çıkarları için kullanmasını önlemeyi amaç edinir.[68]

h) Şirketteki Pay Sahiplerinin Şirkete Borçlanma Yasağı

Yeni TTK' nın getirdiği devrim niteliğindeki bir düzenleme de, pay sahipleri ile şirket arasındaki borçlanma yasağıdır. Hüküm, ceza yaptırımı ile de desteklenmiştir.

---

[65] Tekil, **a.g.e.**, s.60

[66] Bozkurt, **a.g.e.**, s.151.

[67] Ali Pasli, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul, 2004, s.11.

[68] TekiL, **a.g.e.**, s.66.

Hükmün gereğine göre pay sahipleri, sermaye taahhüdünden doğan ve vadesi gelmiş olan borçlarını ifa etmedikçe ve şirketin serbest yedek akçelerde dahil olmak şartıyla toplam karı önceki yıl zararlarını karşılayacak miktarda olmadıkça şirkete borçlanamazlar. [69]

I) Şirketin Pay Devrinin Serbestliği İlkesi

Anonim şirkette ortağa, kollektif şirket ortağına tanınan ayrılma akçesini alarak şirketten çıkma hakkı tanınmamıştır. Şirketle ortak arasındaki ilişkiyi çözebilecek bir mekanizmaya ihtiyaç olduğu için, ayrılma hakkının yokluğunun yarattığı boşluğu, pay devrinin serbestliği ilkesi doldurmaktadır. Çünkü, anonim şirket ortağının ne ayrılma, ne üyeliği fesih hakkı bulunduğu için, payın devri paydaş için şirketteki üyelik ilkesini sona erdirmenin tek yolu olarak kalmıştır. Çıkma hakkının tanınamamasının arkasında, sermayenin muayyenliği ilkesi ve alacakların korunması kaygıları yatar. Zira ayrılma akçesinin alınıp çıkılması, sermayenin iadesi yasağını da zedeler. Bu yüzden, ortağın şirketten ayrılmasının en önemli yolu, payını devrederek şirketten ayrılmak ve bu yolla da daha önce koyduğu sermayeyi veya yatırımı kar veya zararla geri çekmektir.[70]

j) Emredici Hükümler İlkesi

Kural, anonim şirketler hukukunun kaynağı olan İsveçere' den değil, Alman Hukuku'ndan '''monte'' edilmiştir. Anonim şirketler hukukuna ilişkin kanun hükümlerinden kural olarak sapılamaz.

2.4.1. Kurumsal Yönetim İlkesi

Dünya genelinde yaşanan şirket skandallarının ve yaşanan finansal krizlerin arka fonunda yatan sorunlardan en önemlisi de şirketlerin yönetiminde yaşanan problemlerden kaynaklanmaktadır. Söz konusu problemlerin giderilmesi için bazı yöntemler veya yönetim biçimlerinin geliştirmesi gerekli kılınmıştır. Bu yönetim biçimlerinin temsil etmek üzere geliştirilen en önemli anlayış kurumsal yönetimdir.

---

[69] Bozkurt, **a.g.e.**, s.153.

[70] **A.g.e.**, s.154.

Kurumsal yönetim, halka açık şirketlerdeki yönetim sorunlarını gidermek üzere ortaya çıkmıştır.

Kurumsal yönetim anlamında genel kabul görmüş temel ilkeler: şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adillik olarak belirlenmektedir. Şeffaflık kavramı, şirketin pay sahiplerinin ve sermaye piyasalarında önemli rol sahibi tüm aktörlerin, gerekli şekilde bilgilendirilmesi ve iyi bir düzeyde aydınlatılmasını hedefler. Bu bağlamda, şirketin mali durumu, performans, kontrol yapısı gibi temel konuların gerçek, açık ve zamanında kamuya açıklanmasını ifade eder. Adillik ilkesi, anlam olarak geniş kapsamlı eşit işlem ilkesi ile aynı fikri ifade etmektedir. Şeffaflık ilkesinin temelinde iyi bir şekilde yönetim ve denetimin gerçekleşmesi, şirket menfaatlerin en iyi şekilde olması gerektiği şeklinde özetlenebilir. Adillik, tüm payların sahiplerinin haklarının yeterli bir biçimde korunması, çıkar çatışmalarının engellenmesi, faaliyetlerde eşit işlem ilkesine ve dürüstlük kurallarına uygun olarak hareket edilmesini ifade eder. Hesap verilebilirlik ilkesi ise yönetimin şeffaflığına, kararların açıklanabilir olmasına, doğruluğuna, kararların bir haklı sebebi, adil temeli olduğuna ve profesyonel niteliğine işaret etmektedir. Hesap verilebilirlik aynı zamanda, yönetimde görev alan kişilerin rolleri ve sorumluluklarının açık bir biçimde düzenlenmesi, pay sahipleri ile olan ilişkilerinin altında sıkı bir biçimde denetlenmesini ifade eder. Nihayet sorumluluk ise, şirket yöneticilerinin şirket dışında kalan ancak şirketin işleyişinden etkilenen tüm ilgilerin karar alma sürecinde göz önüne alınmalarını, onlara bazı haklar tanınmasını ve bu menfaat gruplarıyla sıkı bir işbirliğine gidilmesinin ifade eder.[71]

Kurumsal yönetim ilkeleri, OECD tarafından ilk kez 1991 yılında yayımlanmış ve 2004 yılında gözden geçirilmiştir. OECD zorunlu ve bağlayıcı değildir. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri temel olarak halka açık ve payları borsalarda işlem gören şirketlere odaklanmış olsa da, bu ilkelerin uygulanmasının halka kapalı şirketler ve hatta kamu mülkiyetinde bulunan şirketler açısından da kurumsal yönetimin geliştirilmesi açısından faydalı olacağı vurgulanmaktadır.

[71] Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s.51.

Payları borsada işlem gören halka açık olan şirketlerin niteliklerine göre kanunda belirtilen ilkelere tamamen veya kısmen uymaları gerektiğini zorunlu kılmak ve ayrıca da bu işlemlere ilişkin esasları belirlemek için onlara yetki verilmiştir. Kurul, ayrıca verilen süre içinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmesini sağlayacak kararları almaya ve buna ilişkin işlemleri resen yapmaya , herhangi bir süre aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyatı tedbir istemeye, dava açmaya, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemeye, bu işlemlerin yerine getirilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkili kılınmıştır.

2.5. Halka Açılma Kavramı

Anonim ortaklıkların ihtiyaç duydukları kaynakları temin etmek amacıyla başvurdukları bir yöntem tipidir. Halka arz olarak da tabir edilmekte ve şirkete doğrudan finansman sağlamaktadır.

Halka açık şirketler hisse senetleri halka satılan şirketlerdir. Halka açık şirket kavramının tersi, "aile şirketi" veya "kapalı aile şirketi" kavramıdır. Aile şirketinin aksine halka açık şirketler çok sayıda insanın ortak olduğu şirketlerdir. SPK'da bir şirketin hisse senetleri halka arz edilmiş durumda ise, bu şirket halka açık şirket olarak kabul edilmektedir. Hisse senetleri halka arz edildiğinde şirket kendi iradesiyle halka açık hale gelmiş olur.[72]

Halka arz tanımlanmasına giren işler; sermaye piyasası araçlarını satmak amacıyla her türlü yoldan çağrıda bulunmak, anonim şirkete ortak veya kurucu olmak için halkı davet etmek, şirketin sahip olduğu hisse senetlerinin borsalarda veya teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi dahil olmaktadır. Şirket bu işlemleri yapmakla şirket sermayesini artırmayı hedeflemektedir. [73]

---

[72] http://halkaaciksirketler.nedir.com/#ixzz3g2pDQhoH (18.01.2016)

[73] Sermaye Piyasası Kurulu, **Halka Açılma,** SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları 10, Ankara, Mart 2007, s.5.

Halka arz işleminde şirket çok sayıda paylarını satmak için önceden tanımadığı kişilere çağrı ve davette bulunur. Devamlı olarak payları teşkilatlanmış pazar yerlerinde ve borsalarda işlem gören şirketler de halka arz olarak tanımlanmaktadır.

Bir kez şirket hisselerini halka araz etmişse, tekrardan yeni bir hisse senedini halka arz edilmesine tekrardan halka arz veya ikincil halka arz denilmektedir. Fakat şirket hisse senedi satımı için ilk kez çağrı yapıyorsa bu halka açılmak adlanmaktadır.

2.5.1. Halka Açık Anonim Ortaklık

SPK' da halka açılma; anonim şirketlerin paylarını halka arz etmesi veya arz etmek için çağrıda bulunmaları olarak tanımlanmıştır.

Bir şirket halka açılmış ise mutlaka Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmalıdır. Bu zaman Sermaye Piyasası Kuruluna kaydının da yaptırılması gerekmektedir. Şirket Sermaye Piyasası Kuruluna kayıt olmakla, Sermaye Piyasası Mevzuatına Ve Kurul kararına uymağa zorunlu tutulmaktadır.

Halka açık ortaklık statüsünün kazanılması bakımından halka arzın yanı sıra borsada işlem gören ve ortak sayısı ölçütünün de esas alındığı görülmektedir. Bu bağlamda, paylarını halka arz etmek suretiyle halka açık ortaklık statüsünü kazanmanın yanı sıra, ortak sayısının beş yüzü aşması ya da borsada işlem görme sebebiyle payları geniş bir yatırımcı kitlesine dağılan ortaklıklar için de kanuni karina getirilmiştir.

Bir şirketin halka açık sayılması için, payları borsada işlem gören ortaklıklarının ve şirketin pay sahibi olan kişi sayısının beş yüzü aşması da yeterlidir.

Şirketlerin halka açılmaya karar vermelerine farklı sebepler neden olmaktadır:

1) Şirketler büyümek için gereken finansal ihtiyaçlarını halka arz yoluyla sağlamaktadırlar.

2) Rekabet ve finansal açıdan halka açık şirketlerin daha sağlam olması. Nitekim kapalı şirketler rekabet için dezavantaj oluşturmaktadırlar

3) Girişim sermayeli bazı şirketler küçük şirketleri büyütüp belirli bir seviyeye getirdikten sonra halka açarak onlar üzerinden karlarını realize etmektedirler.

4) Anonim şirketler çalışanlarını motive emek amacıyla pay bazlı performans yöntemi kulla biliyorlar.

5) Şirketler halka arz yaptıktan sonra ister ekonomi sayfaları isterse de medyada olsun daha çok dikkat çekmektedirler ve bu da şirketlerin kredibilitesini artırmaya yardımcı olmaktadır.

Yukarıda sıralanan sebeplere bağlı olarak şirketlerin halka açılma nedenleri değişmektedir. Şirketler halka açılmak için başvurdukları taktirde bunu, hem mevcut sermayelerini halkın satışına arz ederek yapabildikleri gibi, mevcut olan şirket ortaklarının rüçhan haklarını sınırlayarak da sermaye artırılması yöntemini kullana bilmektedirler. Ayrıca şirketler bu iki yöntemi aynı zamanda kulla bilime hakkına da sahiptirler.

2.6. Halka Açılma Süreci

Bir şirketin Borsa İstanbul' da işlem yapabilmesi için izahname hazırlaması ve bu izahnamenin Sermaye Piyasası Kurulun' da onaylatması, onaylandıktan sonra halka açılmış sayılan şirketin Borsa kotuna alınması gerekmektedir.

Bir şirketin Borsa kotuna alınması demek, o şirketin talep edilen şartları taşıması ve gereken paylarının menkul kıymetler borsasında işlem göreceği anlamına gelmektedir.

Halka başvuru, halkın ortak olmaya davet edilmesi ve talepte bulunanlara pay satılması sürecini ifade eder. Bu süreç, SPK hükümlerine ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkartılan tebliğlere tabidir.

Bu amaçla ilk olarak Sermaye Piyasası Kuruluna başvurulur, şirketin halka arz etmesi için gereken senetlerin kurul kaydına alınması gerçekleşir. Ardından hazırlanan izahname ve sirkülerler kullanılarak halk ortak olmaya davet edilir. Bu davete uyan

kişilerden katılma taahhütnamesi alınır ve pay bedellerinin tamamı tam ve nakden tahsil edilir.

Arz edilen paylardan satılmayanlar satış garantisi veren kişilerce satın alınır. Ardından satış işlemleri hakkında kurula bilgi verilir.[74]

Şirketin halka arz olunması durumunda gereken paylarının ve hisse senetlerinin kurul kaydına alınması gerekmektedir. Şirketin Kurula başvuru yapmasından sonra, Kurul tarafından izahname ve sirkülerin ortaklığına bakılır, arz olunması gereken senetlerin mevzuatta gereken şartları taşıyıp taşımadıkları araştırılır. Tüm bunlar kamuyu aydınlatma çerçevesinde yapılıyor. Tüm gereken incelemeler yapıldıktan sonra verilen açıklamaların gerçeği yansıtıp yansıtmadığına, yeterli mi değil mi, halkın istismarına yol açıp açmadığına ilişkin bir sonuç yapılıyor. Eğer gereken şartlar taşınmıyorsa şirketin Kurul kararına alınması gerçekleşmeye bilir.

Şirketin kayda alınmasının gerçekleşmesi, şirket tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetlerin Kurul tarafından teminat altında olduğunu, ve gerçekleşen ihracın kalitesini göstermektedir. Eğer bir şirketin ortağı olunmağa karar verilmişse şirket iyice araştırılmalı, şirketin sahip olduğu hisse senetlerinin getirileri ve riskleri incelenmeli, şirketin genel olarak mali durumu dikkate alınmalı, bulunduğu sektörün, faaliyet yapısının iyice araştırılması, değerlendirilip analiz edilmesi gerekmektedir.

Bir şirket halka açılma kararı vermişse bunu Portföyden Satış ve Sermaye Artırımı yöntemini kullanarak yapabilir. Şirketin her iki yöntemi aynı anda da kullanabilir.

Sermaye artırımlarında, artırılan sermaye şirket içi kaynaklardan (kar, yedek akçeler veya yeniden değerleme fonu) karşılanıyorsa ise artırılan kısım karşılığı çıkarılan paylar için ortakların herhangi bir bedel ödemesi gerekmez. Bu paylara bedelsiz (gratis) paylar denir. Bedelsiz paylar sadece mevcut ortaklara dağıtılabilir.

---

[74] Bilgili, Demirkan, **a.g.e.**, s.178.

Buna karşılık, dış kaynaklardan sermaye artırımı yapılıyorsa, çıkarılacak yeni paylardan almak isteyen mevcut ortakların ve üçüncü kişilerin, şirkete pay bedellerini ödemeleri gerekir. Bu paylar ise bedelli paylar denir.[75]

2.6.1. Portföyden Satış-Mevcut Payların Halka Arzı

Bu yöntemde daha önce ihraç edilmiş olan paylar, gerçek ve tüzel kişi sahipleri tarafından halka arz edilmektedir. Bu yöntemde önceden ihraç edilmiş paylar satışa çıkarılmakta, yani şirket yeni paylar ihraç etmemektedir. Bu yöntemini sonucu olarak şirket sermayesini artırmakta, halka kapalı şirket ise halka açıklık statüsü kazanmaktadır. Paylarını satan kişilerin şirketteki payları azalmakta yerine hasılat gelirleri artmaktadır. Bu yöntemin en belirgin özelliği, paylarını satan kişi nominal değerlerin üzerinden gelen tüm primlere sahip olmaktadır. Kişi buradan elde ettiği kazancı ister tekrar şirkete sermaye olarak koyar, isterse de borç verir veya istediği gibi kullanabilir.

2.6.2. Sermaye Artımı- Yeni Pay İhracı Yöntemi

Payların halka arz edilmesi ilk defa yapılıyorsa bu ''Halka Açılma'' olarak adlanmaktadır.

Bu yöntemin kullanılması halinde, esas sermaye sistemi kullanılan şirketlerde genel kurulun kararı etkili olurken, kayıtlı sermaye sistemi kullanan şirketlerde ise esas sözleşme dikkate alınmak şartıyla yönetim kurulu karar verir. Kara alınarak sermaye artırılabilir, pay alma hakları tamamen veya kısmen sınırlandırılabilir, şirketin payları halka arz edilebilir. Portföy satış yönteminden bu yönetimi ayıran en temel özellik, burada nominal değer üzerinden sağlanan gelirlerin direk pay sahiplerine dağıtılmaması, tüm gelirlerin şirketin kasasına akmasıdır. Şirket bu zaman elde ettiği kazancı istediği şekilde finansal stratejiler çerçevesinde kullanabilir.

Şirket esas sermayesi ana sözleşmede gösterilir. Sermaye ana sözleşmede yer alan ve ayrıca ticaret siciline tescil edilen bir rakamdır. Sermayenin Türk Lirası olarak gösterilmesi gerekir.

---

[75] Bilgili, Demirkapi, **a.g.e.**, s.234.

Sermayenin arttırılması ve azaltılması özel kurallara bağlanmıştır. Sermaye değişimi bakımından anonim şirketler sabit sermayeli ve kayıtlı sermayeli şirketler olarak ikiye ayrılır.[76]

2.7. Halka Açık Şirketlerin Yükümlülükleri

Bir şirketin halka açık olması durumunda dağıtacakları temettü miktarları Kurul tarafından belirlenmiş ve SPK' da gösterilmiştir.

a) Temettü Dağıtımı Yükümlülüğü

Eğer şirketin payları borsada işlem yapıyorsa, genel kurul kararıyla:

1) Temettülerini nakit olarak dağıtma,

2) Temettülerini pay olarak dağıtma,

3) Dağıtılacak temettünün bir miktarını nakit, bir miktarını pay olarak dağıtma ve bir miktarını da şirkette tutma,

4) Eğer ortak bir karar alınmışsa veya belirli bir koşul varsa, elde edilen temettünün tamamı şirkette bırakılama, konularında karar alınabilir.

b) Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmesi, şirket ortaklarının veya yatırımcılarının doğru ve zamanında, tam olarak bilgilendirilmesini sağlamaktır. Bu zaman sermaye piyasasının dürüst ve açık şekilde çalışması temin edilmektedir.

Şirketin borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının değerlerini ve şirkete yatırım yapacak kişilerin verdikleri kararları etkileyen olayların olması, kamuya açıklanması gereken özel durumlar ve bu açıklamalar Kurul'un tebliğ kararları ile belirlenmiştir.

---

[76] Bilgili, Demirkapi, **a.g.e.**, s.148.

Şirketin elde ettiği kardan birinci yedek akçe ve esas sözleşmede gösterilmek şartıyla şirketin pay sahipleri için belirlenen birinci temettü miktarı dağıtılmadığı sürece, şirketin başka yedek akçe ayırmasına, bir sonraki yıl için kar aktarmasına, temettü dağıtımı zamanı imtiyazlı pay sahiplerine, kurucu, adi intifa ve katılma senedi sahiplerine, şirketin yönetim kurulu üyelerine ve diğer kişilere pay dağıtılması için izin karar verilemez.

c) Mali Tablo ve Raporların Düzenlenmesi ve Kamuya Duyurulması

Halka açılmış olan ve payları Borsa'da işlem gören şirketler, Kurul'un belirlediği muhasebe şartlarına göre veya uluslararası finansal raporlama standartlarına (URFS) göre hazırlamış oldukları ara dönem ve yıllık finansal raporlarını, SPK tarafından belirlenen zaman dilimleri içerisinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlamalıdırlar. Aynı zamanda bu raporları kendi internet sitelerinde de yayınlamak zorunlulukları vardır.

d) Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Borsa'da işlem yapan şirketler hazırlamış oldukları tablolardan yıllık olanları sürekli, altı aylık dönemler olan raporları ise sınırlı şekilde bağımsız denetim yaptırmakla yükümlüdürler. Finansal raporlar şirketin bağımsız denetim raporlarıyla birlikte kamuya açıklanmaktadır.

E- İlişkili Taraf İşlemlerini Değerleme Yükümlülüğü

Şirketin payları Borsa'da işlem yapıyorsa, şirket ile ilişkili olduğu taraf arasındaki hizmet, yükümlülük ve varlık transferleri yapıldığı zaman her bir iş için ödenen tutar, şirketin Kurul düzenlemelerine uygun olarak kamuya açıklanmakta olan son yıllık finansal tablolarında yer alan tüm aktiflerin veya satışların brüt toplamlarının %5'ine denk gelecek şekilde veya daha fazla miktarlara ulaştığı durumlarda işlem yapmadan önce, Kurul tarafından belirlenen, belirli kuruluşlara yapılan işlemin değerinin değerlemesi yaptırılmalıdır.

F- Kurumsal Yönetime İlişkin Yükümlülük

Eğer şirketin payları Borsa'da işlem yapıyorsa, bu şirketin internet sitelerinde ve faaliyet raporlarında, uyumla alakalı Kurumsal Yönetim İlkelerine uymak ve Kurulun Kurumsal Yönetim İlkeleri karşısındaki durumlarının görülebilen olması için Kurumsal Yönetimin Uyum Raporlarına yer vermeleri gerekmektedir.

2.7.1. Halka Açılmanın Faydaları

a) Şirketleri halka açılmakla sağladığı yararların en başında önemli bir finansman kaynağı buldukları gelmektedir. Organize bir piyasada işlem görmekler şirketler doğru ve direk finansman sağlamaktadırlar. Halka açılmanın sağladığı yararlar arasında; şirketin birinci yedek akçe ayırmadıkça ve şirketin sözleşmesinde belirlenen pay sahiplerine birinci temettü verilmedikçe, şirketin başka yedek akçe ayıramamasına, bir sonraki yıl için kar aktaramamasına, temettü dağıtımı zamanı imtiyazlı pay sahibi kişilere, şirkete katılma, adi intifa ve kurucu senet sahiplerine, şirketin yönetim kurulu üyelerine ve diğer şirket üyelerine şirket karından dağıtılmaması yer verilmektedir.

1) Finansman Sağlamak

Anonim şirketler, içinde bulundukları sektöre ve şirketin bulunduğu duruma göre değişik finansal yöntemeler kullanabilirler. Kullanılan bu yöntemlerin her birinin avantaj ve dezavantajları var olmaktadır.

Şirketin halka açılmasında esas amacın finansman sağlamak olması durumunda, şirket paylarını primli fiyatlardan satışa sunmakta, düşük maliyetle uzun vadeli kaynak elde etmeğe çalışmaktadır. Şirketler halka açıldıktan ve payları Borsada işlem görmeye başladıktan sonra, şirket paylarını teminat olarak göstererek kredi kullanabilirler veya daha az maliyet kullanarak diğer borçlanma araçları ihraç edebilirler. Şirketler her iki şekilde de finansman sağlamağı hedeflemektedirler.

Şirketlerin halka açılarak böyle finansman yöntemleri kullanmaları her geçen yıl daha da artmaktadır. Şirketler finansman sağlarken yalnız birincil halka arz yöntemini kullanarak değil, aynı zamanda şirketin mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlayarak ikincil halka arz yöntemi kullanarak da finansman sağlamaya ortam yaratmaktadırlar.

Her geçen yıl halka arz edilen şirket sayısında artış gözükmektedir. Bu artış 2010 – 2011 yıllarında 49 adet şirket olmakla ve açılma sonucu 4.459.407.519,58 TL miktar olarak gerçekleşmiştir.[77]

2) Likidite Sağlamak

Şirket halka arz ettiği paylarını organize olmuş bir piyasada, dilediği zamanda, piyasada mevcut olan arz ve talebin yarattığı fiyattan, şeffaf bir şekilde satmakta ve önemli bir likidite sağlamak imkanı elde etmektedir.

3) Yurt İçi ve Yurt Dışı Yaygın Tanıtım

Halka açık olan ve payları Borsada işlem gören şirketlerle ilgili bilgiler, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri çerçevesinde, ister yurt içi isterse de yurt dışındaki yatırımcılara Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), farklı veri kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları aracılığıyla sürekli olarak ulaştırılmaktadır..

Şirketlerle alakalı bilgilerin kamuya duyurulması bu şirketlerin hem kendilerinin hem de ürünlerinin, ister yurt içi piyasalarda, isterse de yurt dışı piyasalarda tanınmalarına olanak yaratmaktadır. Bu tanınmanın sağlanması sonucu şirketler aynı sektörde faaliyet gösteren başka şirketlerle işbirliğine gitmekte, ortak girişimler yaparak yeni çalışmaların yapmaktadırlar.

4) Globalleşme

Bir şirketin paylarının Borsada işlem görmeye başlaması, bu şirketin yabancı ülkelerde sermaye piyasası aracı satmasına ve sermaye piyasası araçlarını kota ettirmesine fırsat verir. Bu durumda kolaylıkla yurt dışı piyasalara ulaşmak mümkün oluyor. Ayrıca bu şirketlerin yabancı bir ortak bulmaları ve başka şirketlerle ortak girişimler yapması da kolaylaşır.

Türkiye'de bulunan şirketlerin dış piyasalara açılmalarından sonra sağladıkları başarı ve gelir artışı globalleşmenin sağladığı yararlardır. Halka açıldıktan sonra daha fazla işlem görme gelirlerin de artırmasına etki etmektedir. Verilen Tablo1'de de,

[77] SPK, **a.g.e.,** s.9.

Türkiye'de bulunan şirketlerin paylarını borsaya kota ettirip, halka arz yaptıktan sonra sağladıkları sermaye artışları ve şirket ortaklarına sağladıkları nakit temettü miktarları yer almaktadır.

Tablo 1: Payları Borsada İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Dağılımı

	Halka Arz ve Bedelli Sermaye Artırımı (milyon ABD doları)	**Nakit Temettü (milyon ABD doları)**
1986-1989	779	606
1990-1994	6.584	3.202
1995-1999	7.473	5.686
2000-2004	10.264	4.204
2005-2009	19.814	23.812
2010-2015	19.095	31.417
Toplam	**64.009**	**68.927**

Kaynak: Borsa İstanbul, **Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme,** s. 5.

5) Kurumsallaşma

Kurumsallaşmanın ortaya çıkması için şirketin halka açılması en önemli etkendir. Şirketin büyümesiyle şirkete yeni ortaklar veya yatırımcılar alınmakta, bununla da şirkette hesap verebilirlik, süreklilik, şeffaflık gibi konular ön plana çıkmaktadır. Şirketler halka açıldıktan sonra kendi faaliyetlerini genişletmekte olup, bunula da kişilere bağlı olmaktan çıkıp kurumsallaşmaya odaklanmaktadırlar. Ülkemizde faaliyet gösteren şirketlerin geneli aile şirketi özelliği taşımaktadırlar. Bu durum şirketin hayat süresinin kişinin hayat süresiyle sınırlı olmasına çıkarmaktadır. Şirketlerin halka açılmaları ve borsada işlem görmeye başlamaları SPK ve Borsa İstanbul tarafından incelenmektedir. Şirketler halka arz yaptıktan sonra şirketin finansal tablolarını belirli bir dönem aralıklarıyla bağımsız denetim kurumlarına denetlettirmekle, alınan bilgileri kamuyu açıklamakla yükümlüdürler.

Halka açılmakla şirketler, sermaye piyasası tarafından denetim mekanizmaları yardımıyla kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta, bununla da profesyonel yönetim imkanına kavuşmaktadırlar

6) Kredibilite

Şirketlerin halka açılmaları onların kolay ve direk finans sağlamalarına yardımcı olmakta aynı zamanda da şirketlerin kredibilitesini artırmaktadır. Böylelikle şirketler daha ucuz ve daha kolay kredi sağlama imkanına kavuşmaktadırlar.

7) Halka açılmış olan şirketler, piyasada adil, şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirmek, şirketin finansal raporlarını bağımsız denetim yaptırmakla yükümlü olmak, uluslararası muhasebe standartlarına uymakla yükümlü oldukları için, bu şirketler, kreditörler, yatırımcılar ve tüketiciler tarafından daha güvenilir duruma gelmektedirler ve prestijler artmaktadır.

8) Halka açık şirketlerde risk dağıtımı mümkün olur.

9) Şirketlerin belirli bir vadede faiz ve anapara ödemesi, finansman oldukları için ortadan kalkar.

10) Şirketler halka açılma sürecinde sattıkları senetleri nominal değerin üzerinden satarak emisyon primi elde etmekte ve bununla da sermaye artırımına gitmektedirler. Buradan elde edilen fon girişi şirketin kapasitesini ve etkinliğini artırmaya yardımcı olmaktadır

11) Şirketler finansman bonoları ve tahvil ihraç ederek de yüksek özkaynak elde edebilirler.

12) Halka açılma kurumsal yönetimin imkanlarından faydalanmaya olanak verir.

13) Önceden ve iyi bir biçimde planlanmış bir halka arz, halka açık olmayan şirket ortakları için en etkin çıkış stratejisini oluşturabiliyor. Ancak burada halka arz esnasında yatırımcıların şirket ortaklarından halka açıldıktan bir süre sonrasına kadar

hissedar olarak kalma taahhüdü isteyebilecekleri unutulmamalı. Dolayısı ile bu uzun dönemli bir strateji olarak değerlendirilmeli.

2.7.2. Halka Açılmanın Dezavantajları

Halka açılmanın dezavantajlarını aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz:[78]

1) Şirketlerin halka açılması prosedürünün uzun ve maliyetli olması,

2) Şirketin halka açılması durumunda, kamuyu aydınlatma, kar dağıtımı yapma, bağımsız denetim yaptırmak, izahname ve sirküler düzenlemek sorumlulukları oluşmaya başlıyor. Ayrıca belli koşullarda mevcut ortaklara çağrıda bulunmak, uyulması gereken diğer yasa ve yükümlülüklerin var olması, genel kurul toplantıları da şirketlerin işini ağırlaştırmaktadır.

3) Şirketlerin başka bir otoritenin denetimi altına girmeleri,

4) Şirketteki mevcut ortakların yönetim ve denetim haklarının kısıtlanması ve bunun da ortaklar arasında olumsuz karşılanması, ayrıca şirket paylarının yabancıların eline geçmesiyle mevcut ortakların yönetim kontrollerini kaybetmeleri endişelerinin oluşması,

5) Şirketin halka açılması sürecinde çıkardığı hisse senetlerine talebin olmaması ve bunun sonucu yaranacak kötü imaj ve prestij kaybının yarattığı korku,

6) İlk kez halka açılmayı planlayan bir şirketin ihraç ettiği hisse senetlerine ve paylara yatırımcıların çekingen ve kararsız olmaları endişesi, istenilen düzeyde talebin olmaması veya düşük fiyattan satma korkusunun olması,

7) Şirket paylarını borsaya sunarken oluşacak fiyatın gerçeği yansıtmaması düşüncesinin olması,

---

[78] SPK, **a.g.e.**, s.8.

8) Halka açılma sırasında kamuyu aydınlatma ilkesine uygun olarak şirketin açıklamakla yükümlü olduğu bilgilerin, sır, rekabet vb. yaratacağı duygularının var olması,

9) Bazen şirketlerin halka açılmayı boşuna masraf olarak görmeleri, yani şirket için bir yararı olamayacağı düşüncesinin var olması,

10) Şirketin büyümesi durumunda artacak yönetici sayısı ve sorumlulukların artması ile şeffaf yönetimin gereklin olması mantığı,

11) Şirketin vergi düzenlemelerinin bu şirketin halka arzı için cazip olmaması gibi sebepler.

2.8. SPKn' na Tabi Halka Açık Şirketler Açısından Açıklanması Zorunlu Diğer Hususlar

KYT' nin 1.3.2. sayılı hükmü uyarınca halka açık anonim ortaklıklarca, halka açılmış şirketin internet sitelerinde, şirketin genel kurul toplantı ilanı ile birlikte aşağıdaki hususların da dikkati ekecek şekilde pay sahiplerine duyurulması öngörülmüştür:[79]

a) Açıklamanın yapıldığı tarih' den başlayarak şirketin ortaklık durumunu yansıtacak pay sahibi sayısı ile oy hakkı, eğer şirketin sermayesinde imtiyaz hakkı tanınan pay bulunmuyorsa onların, imtiyaz hakkı bulunanların pay sayısı ve oy hakkı,

b) Şirketin iştirak ve ortaklarının geçmiş dönemlerde gerçekleştirdikleri hesap işlemleri veya gelecekte gerçekleştirilmeyi planladıkları hesap hareketlerini etkileyen yönetim ve faaliyetlerdeki değişmeler ve bu değişmelerin gerekçeleri ile bu değişmeye taraf olan tüm kurumların son iki dönemlerine ait olan finansal ve mali faaliyet raporlarının tabloları,

c) Şirketin yapacağı genel kurul toplantılarında yönetim kurulu üyelerinin azli, değişimi veya seçim varsa değişim ve azil sebepleri, yönetim kuruluna üye adaylar hakkında bilgiler,

---

[79] Yayla, **a.g.e.**, s.92.

d) Pay sahibi kişilerin, SPK' nun veya şirketin ilgili olduğu başka kamu kurum ve kuruluşlarının madde konulmasına ilişkin talepleri,

e) Şirketin gündeminde sözleşme değişikliği olması durumunda yönetim kurulu kararı ile beraber, esas sözleşmede olan değişikliklerin eski ve yeni halleriyle yer alması gerekmektedir.

2.9. Halka Açıklık Statüsünden Çıkma

Eğer bir şirket ilk kez halka açılma yapıyorsa, halka açıklık statüsünü kazandıktan en geçi iki yıl süre içerisinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvuru yapmalıdır. Eper şirket borsaya başvuru yapmaz ise, Kurul, şirketin paylarının borsada işlem görmesi için veya halka açıklık statüsünden çıkarılması için hiçbir talep yapmadan karar verebilir.

Bir şirketin ortaklarının sayısın artmasıyla otomatik halka açıklık kazanmış olup, fakat şirket paylarının borsada işlem yapmasını istememesi durumunda, şirket ortaklarının en az üçte ikisinin olumlu oy vermesi veya toplam oyların dörtte üçü ile Kanun kapsamında genel kurul kararı alınarak, şirketin halka açıklık statüsünde çıkma hakkı sağlanmıştır.[80]

[80] Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s.47.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

RİSK YÖNETİMİ VE RİSKTEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

3.1. Risk Yönetimi Kavramı

Küreselleşmenin artmasıyla beraber, şirketler finansal işlem hacimlerini de artırmışlar. Bu gelişmelere bağlı olarak da şirketlerin finansal risk çeşitlendirmeleri de artmış bulunmaktadır. Gerek bankalar bazında olsun, gerekse finansal sistem bazında yaşanan sorunlar zamanla krizlerin ortaya çıkmasına, uluslararası bazda ekonomik ve sosyal maliyetlerin artmasına yol açmıştır.

Risk Yönetimi alanında " 1988 Basel Sözleşmesi " önemli yer tutmaktadır. Bankların kredi risklerini kapsayan bu düzenleme zaman içerisinde finansal piyasalardaki gelişmelere yanıt verecek şekilde bir çok kez gözden geçirilmiş ve takip eden düzenlemeler için önemli bir basamak oluşturmuştur.

Banklar ve diğer finansal kurumlar açısından etkin bir risk yönetimi, gerek ulusal gerekse uluslararası finansal piyasalarda mali istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için kaçınılmaz bir gereklilik halini almıştır.

Son zamanlarda ister ulusal isterse de uluslararası finansal sistemlerde yaşanan krizleri artması, şirketlerde risk yönetimi kavramlarının da daha yaygın kullanılmasına ortam yaratmıştır. Risk tanımlanması yapıldığı zaman risk sürecinde gözlenen değişmeler, matematik ve istatistik bilimlerinin katkılarıyla devrim bir nitelik kazanmıştır.

Bir işletmenin amacı, ortakların servetini maksimize etmek olarak tanımlanmaktadır. Dolaysıyla işletmenin yatırım ve finansman kararları nihai olarak hisse senedi değerini maksimize etmeye yönelik olmalıdır. Bir yatırımcı gözüyle işletme, sahip olduğu yatırımlardan oluşan bir portföy olarak değerlendirilebilir. Bu nedenle işletmenin yeni bir projeyi gerçekleştirme yönünde karar alması aslında hissedarın portföyüne yeni bir yatırım eklemesi anlamına gelmektedir.[81] Yatırımcıların

[81] Süleyman Gökhan Günay, **Finansal Yönetim**, Pradigma Akademik Yayınları, İstanbul 2015, s. 28.

çıkarı doğrultusunda faaliyet göstermesi gereken işletmeye bu açıdan bakıldığında değerlendirilebilecek olan projenin riski, bir önceki kısmında da incelendiği gibi hissedarın portföyüne olan katkısı kadar olmalıdır. Dolaysıyla teorik olarak hissedarın elinde bulundurması gereken portföy pazar portföyü olduğuna göre işletme yalnızca projenin sistematik riskini dikkate almalı, projenin sistematik olmayan riski ise projenin değerlendirme sürecinde rol almamalıdır. Ancak gerçekte işletmelerin yaptıkları yatırımlar ya da gerçekleştirdikleri projelerde sistematik olmayan riskleri de dikkate aldıkları, bu riskleri sigorta ya da hedging yöntemlerini kullanarak yok etmeye ya da azaltmaya yönelik tedbirlere başvurdukları görülmektedir ki bu tedbirler de belirli maliyetlere neden olmaktadır. Bu risklerin işletme ortaklarına yansıması durumunda işletme sahipleri piyasadan alabilecekleri diğer şirketlerin hisse senetleri ile kendi portföylerinde yapacakları çeşitlendirme yoluyla sistematik olmayan bu riskleri ortadan kaldırabilmektedir. Bu nedenle de söz konusu varsayımlar altında hissedarlar ortakları olduğu işletmelerin masraflı risk yönetimi faaliyetleri yürütmelerini istemeyeceklerdir. Bu yatırımcılar risklerini doğrudan sermaye piyasasında sahip oldukları hisse senedi portföylerini ayarlayarak yöneteceklerdir. Buna karşın işletme yönetimi açısından gelirlerdeki istikrarın sürdürülebilmesi ve işletmenin varlığının sürdürebilmesi çok önemli amaçlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu amaçlar doğrultusunda sistematik olmayan riskin azaltılması ya da ortadan kaldırılması için yapılan masrafların işletme ortaklarınca kabul edilmesi ilk başta teori ile aykırı görülse de aslında işletme sahiplerinin, portföy yaklaşımının tersine işletmenin yalnızca sistematik riski ile değil, toplam riski ile yakından ilgili olmalarının nedeni "iflas maliyeti" kavramı ile açıklanabilmektedir. İflas maliyeti, işletmelerin iflas etmeleri durumunda aktiflerinin adil bir piyasa fiyatının daha altında likide edilebilmesi, maddi olmayan duran varlıkların yok olabilmesi, işletmenin faaliyetlerinin hissedar çıkarları doğrultusunda yönetilmemesi ve iflas süreci boyunca oluşan yüksek avukatlık ve muhasebe masrafları nedeniyle işletme değeri ve hissedara düşebilecek değerin azalması hatta yok olmasından kaynaklanmaktadır. İflas maliyeti olarak açıklanabilecek bu olumsuzlukların yaşanmaması için işletmenin ömrünün devam etmesi başlıca amaçlar arasında yer almaktadır.[82]

[82] Abdurrahman Fettahoğlu, **İşletmelerde Uluslararası Finans,** 1. Baskı, İzmit – Kocaeli, Umuttepe Yayınları, s. 44.

Bunun için ise işletme yönetiminin toplam riski dikkate alması gerekmektedir. Özellikle de işletmenin devamlılığını ilgilendiren büyük ve stratejik yatırımlar açısından toplam riskin yönetilmesi işletme ortaklarının da çıkarlarını koruyucu bir gerçeklilik haline gelmektedir.

Bir işletmenin riskle karşı karşıya kalması ne kadar doğalsa daha iyi bir risk yönetimi için çaba göstermesi de o kadar zorunludur. Konjonktür dalgalanmaları, tüketici tercihindeki değişimler, rekabet, üretim teknolojilerindeki değişim gibi birçok unsur iş yaşamının ayrılmaz bir parçası olarak işletmelerin gelir ve maliyetlerinde dalgalanmalara yol açan risk faktörlerini doğurmaktadır. Söz konusu risk faktörlerinin firma üzerindeki etkileri temerrüde düşme, finansal zorluk ya da iflas şeklinde ortaya çıkabilir. Bu nedenle yönetimin risklerle başa çıkma konusunda sistematik bir yaklaşımda bulunması işletmenin başarısı üzerinde etkili olacaktır.

Risk yönetiminde unutulmaması gereken noktaların başında her zaman amacın sadece riski tamamen ortadan kaldırmak olmadığıdır. Önemli olan işletmenin risk iştahı düzeyini doğru olarak belirlemek ve bu düzeye uygun risk almaktır. Çünkü karlılığı artırmanın yolu risk almak olabilmektedir. Burada dikkat edilmesi gerek bir başka önemli nokta da belirli bir düzeyde getiri beklentisi için gereğinden fazla risk almamaktır. Aynı getiri düzeyine ulaşmak daha düşük risk alarak mümkün oluyorsa, rasyonel yaklaşım düşük riski seçeneğin seçilmesi şeklinde olacaktır.[83]

İşletmenin riski gerek satış gerekse diğer gelirlerinin değişkenliği nedeniyle ortaya çıkabileceği gibi giderlerindeki değişkenlikten kaynaklana bilmektedir. Örneğin değişken faizli borçlanmadan ileri gelen kaynak maliyetindeki dalgalanma, faizlerin artması durumunda işletme giderlerini artırarak kayba neden olmaktadır. İşletmenin faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde sürdürebilmesinde girdi maliyetlerini istikrarlı bir düzeyde tutması da önemlidir. Bunun için üretimde kullanılan gerek enerji, gerekse diğer hammaddelerin fiyat değişkenliğine karşı korunması faydalı olacaktır. Örneğin vadeli işlem piyasalarında forward, future, opsiyon ya da mal swapı sözleşmeleri bu amaç doğrultusunda kullanılabilir. İşletmenin maliyetlerinde istikrar yakalaması, kendi

[83] Fettahoğlu, **a.g.e.**, s. 48.

ürettiği mal ve hizmetlerin faydalarının da istikrarlı bir düzeyde tutulabilmesine yardımcı olacaktır.

Risk yönetiminin yararları ile ilgili diğer bir husus da, risk yönetimi tekniklerinin kullanılmasının işletmenin nakit akışlarındaki değişkenliği azaltması nedeniyle sermaye maliyetinin düşmesine neden olmasıdır. Sermaye maliyetinin azalması ise bir işletmenin aksi halde reddedeceği karlı yatırım fırsatlarını değerlendirebilmesi ve büyümesini daha rahat finanse edebilmesine yol açacaktır. İşletmenin riskini azaltması, alabileceği borç kapasitesini ve maliyetini de olumlu yönde etkilemektedir. Diğer yandan işletmenin giderlerini istikrarlı kılmak için hedging ve diğer risk yönetim tekniklerini kullanması, ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarını rekabetçi bir şekilde belirleyebilme gücünü arttırmakta, bu istikrar ise satış miktarları ve dolaysıyla işletmenin pazar payı üzerinde de olumlu yönde etkili olabilmektedir.

İşletmenin sağlıklı bir risk yönetimi yaklaşımına sahip olabilmesi için amaçlarını risk ve getiri cinsinden açıkça ortaya koyması gerekir. Bu konudaki en önemli sorulardan biri, işletmenin ekonomik karlarındaki değişkenliği mi yoksa muhasebe karlarındaki değişkenliği mi yönetilecek olduğudur.

Karlılık, nakit akışlarının zamanlamasını dikkate alarak işletmenin gerçek durumunu göstermektedir. Oysa muhasebe karlılığı, yasal düzenlemeler ve muhasebe ilkeleri doğrultusunda nakit akışlarının zamanlamasından ziyade tahakkuk esası, dönemsellik ilkesi ve diğer muhasebe ilkelerine göre ortaya çıkan karı yansıtmaktadır. Örneğin amortismana tabi bir sabit aktifin peşin olarak işletme tarafından satın alınması durumunda nakit akışı hemen gerçekleşmekte, ancak muhasebe karı hesaplanırken döneme ait amortisman gideri göz önünde bulundurulmaktadır. Sabit aktifin işletmeye maliyeti aynı olsa da giderin ne kadar olacağı, seçilen amortisman yöntemine göre değişiklik gösterilecek ve dolaysıyla ekonomik anlamda aslında bir fark olmasa da muhasebe karı farklı gerçekleşecektir. Benzer bir şekilde her ne kadar sabit aktifin neden olduğu nakit çıkışı ilk yıl olsa da ilerdeki yıllarda bir nakit çıkışı olmadığı halde muhasebe karının hesaplanmasında amortisman giderleri diğer dönemlerde de söz konusu olacaktır. Karın belirli bir döneme ait sonuçlar ortaya koyması ve dönemsellik ilkesi gereği uygulanan bu yaklaşım nakit akışlarının zamanlamasının göz ardı

edilmesine ve ekonomik karlılığın muhasebe karından farklı olmasına neden olmaktadır.[84]

Ekonomik karlılıkla muhasebe karlılığı arasında farkın risk yönetimi açısından önemi ise işletmenin mali tabloları açısından ortaya çıkan durumla, gerçek risk durumunun birbirinden farklı olmasından ileri gelmektedir. Buna örnek olarak farklı ülkelerde faaliyet gösteren işletmeler verilebilir. Örneğin bir ABD firmasının İngiltere'de İngiliz müşterilerine yönelik üretim yapacak bir üretim tesisini, yine bir İngiliz bankasından alacağı sterlin cinsinden kredi ile finanse ettiğini varsayalım. Bu durum, ekonomik açıdan bakıldığında sterlin cinsinden alınan kredinin karlılığı İngiltere'de kurulmuş olan tesistir ve bu anlamda tam korunma sağlanmıştır. Oysa ABD şirketinin bilanço incelendiğinde tesisin değeri dolara çevrilerek aktiflerde yer almakta ve sabit bir dolar düzeyinde kalmaktadır. Buna karşın ödemeleri sterlin cinsinden yapılacağı için anapara taksit ve faizlerinin değeri, nakit çıkışlarının gerçekleşeceği zamanlarda dolara dönüştürülecektir. Dolaysıyla sterlin, dolara göre daha değer kazandıkça işletmenin finansman giderlerinin dolar cinsinden tutarı artacak ve muhasebe karı azalacaktır. Bu durumdan korunmak adına dolar sterlin kuruna dayalı vadeli sözleşmeler yapıldığında ise muhasebe karındaki değişkenlikten korunmak mümkün olabilmektedir. Ancak bu durumda da ekonomik risk ortaya çıkmaktadır. Dolaysıyla gerçek riskliliğin ne olduğunun tesit edilip buna göre bir korunma ve risk yönetimi politikasının belirlenmesi gerekmektedir.[85]

İşletmenin risk yönetimi süreci içinde hangi risklere maruz kaldığı ve bunların büyüklüklerinin tahmin edilmesi yanında, bu risklerin azaltılması ya da ortadan kaldırılması için en uygun araçların da tespit edilmesi gerekmektedir. Yukarıdaki örnekte olduğu gibi aktiflerin aynı para birimindeki pasiflerle finanse edilmesi ya da aktifler ile pasiflerin vadelerinin uyumlaştırılması içsel tedbirlerle oluşturulan dğal hedging stratejileri olarak değerlendirilebilir. Böylelikle dışsal hedging teknikleri uygulandığında karşılaşılacak işlem maliyeti ve operasyonel risklerden kurtulmak mümkün olacaktır. Eğer içsel tedbirlerin alınması mümkün ya da yeterli değilse türev ürünlerle risk transferi ya da sigorta seçenekleri değerlendirilerek sağlayacağı, fayda ve

[84] James D. Rosenfeld, **Accounting and Finance**, Oxford, Oxford University Press, 2014, s. 305.
[85] Rosenfeld, **a.g.e.**, s. 307.

maliyetlerin ortaya konulması gerekmektedir. Örneğin organize piyasalar olan future ve opsiyon piyasalarında işlem yapmak riskleri yönetmek anlamında önemli araçlardır. Ancak bu standardize ürünlerin vadelerinin, işletmenin hedging yapmak istediği vade ile uyumlu olmaması ya da işletme için risk kaynağı olan ürün üzerine yazılmış bir sözleşme olmaması tam hedging yapılmasının önünde bir engel olacaktır. Bu nedenle organize olmayan piyasalarda işletmenin vade ve baz varlık anlamında ihtiyaçlarının uygun sözleşmeler yapması (forward ya da swap gibi) daha faydalı olabilir. Ancak bu durumda da sözleşme yapmaya istekli olacak uygun bir karşı taraf bulunmaması ihtimali, sözleşmeyi likidite edememe sorunu ve karşı taraf riski ortaya çıkmaktadır.

Finansal Risk Yönetiminde son dönemde karşılaşılan uygulamalar daha ziyada piyasa riskinin ölçülmesi, ölçülen riskin kontrol edilmesi ve yönetimi üzerinde olmuştur. Bunun yanında içsel derecelendirme ile kredi ve operasyonel risklerin ölçülmesi ve yönetilmesi üzerine model geliştirme çabaları sürdürülmektedir.

Geçmiş Aktif/Pasif yönetimi olarak başlayan, günümüzde Risk Yönetimi olarak gelişimini sürdüren uygulamalar bankacılık sektöründe oldukça hızlı bir ivme kaydetmektedir. Her iki yönteminde amacı finansal riskleri ölçmek, izlemek ve kontrol etmektir. Bu alanda yapılan çalışmaların amacı daha proaktif yönetim stilinin banka içerisine adapte edilmesidir. Bu tür uygulamalarla geleneksel risk izleme sistemlerinde ciddi değişme gerçekleşmektedir. Riskler artık daha iyi belirlenmekte ve kantitatif risk uygulamaları yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Teknoloji sayesinde kontroller daha sık gerçekleştirilmekte ve ölçümler daha hassas yapılarak yeni araçlar ve organizasyonel dizaynlar geliştirilmektedir. Risk bazlı sermaye düzenlemeleri yeni araç ve yönetim tekniklerinin uygulanmasında temel amaç olmaktadır. Risklerin limitlenmesi uygulamalarının hayata geçirilmesi ile daha etkin denetim sağlanarak finansal skandalların ortaya çıkma olasılıkları azalmıştır.[86]

Yapılan her finansal yatırım kendi riskini beraberinde getirir. İleri bir tarihte piyasa şartlarının ne olacağının tam bilinmemesinde dolay yapılan yatırımların da gelecek tarihlerde değerlerinin ne olacağının tespiti zor oluyor. Bu durumda şirketin

[86] Alexandre Lamfalussy, **Financial Crises in Emerging Markets**, New Haven, ABD, Yale University Press, 2014, s. 102.

yaptığı yatırımın istatistiksel verilerle analiz edilmesi gelecekte beklenen getirinin ne olacağını bilmemize yardımcı olur. Örneğin yarınki İMKB endeks değerinin tam olarak ne olacağı bilinmese de olağanüstü bir kriz beklenmiyorsa büyük ihtimalle bugünkü değerinden çok farklı olacağı söylenebilir. İstatistiksel yaklaşım finansal riskin ölçülebilmesini mümkün kılar.

Genelde oluşan büyük fiyat hareketlerini büyük hareketler, küçük hareketleri ise, küçük fiyat hareketleri takip etmektedir. Dolayısıyla bu varsayım Riske Maruz Değer (RMD) hesaplanmasında dikkate almak gerekir.

Riskin en olumlu yönü finansal aracılığı mümkün kılmaktır. Finansal araçların, sahip oldukları deneyim ve ölçek ekonomilerden yararlanabilme imkanı bu kurumlara göreceli üstünlük sağlar. Ayrıca finansal kurumlar bilgi üstünlüğü de taşımaktadırlar. Riskin yol açtığı maliyet ise, risk ölçümündeki hatalardan kaynaklanır. Bu hatalar ; riskin olduğundan yüksek fiyatlandırılması sonucunda karlı müşterilerin rakiplere kaptırılması ve riskin olduğundan düşük fiyatlandırılması sebebiyle bankanın zarara uğraması şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Riskin yol açabileceği maliyetler incelendiğinde, belirsizliğin aksine risk hesaplanabilir bir büyüklük olduğundan, bu maliyetlerin kısmen veya tamamen kaçınmanın mümkün olduğu görülür. Şayet kurum doğru hesaplandığı riskleri uygun fiyat ile pazarlamış ise riskin maliyeti de sıfır olacaktır. Risk yönetiminin en temel özelliği, bankanın piyasa değeri veya hisse fiyatını maksimize etmeyi amaçlamasıdır.[87]

Bir işletme bünyesinde risklerin yönetilebilmesi açısından başlıca iki farklı yaklaşım söz konusudur. Bunlardan ilki riskleri araştırma, diğeri ise riskleri bir araya getirme olarak adlandırılmaktadır. Riskleri ayrıştırma stratejisi, her risk faktörü ya da piyasa değişkeninin ayrı ayrı yönetilmesidir. Bunun için işletmede çalışan ve finansal piyasalarda alım satım yapan her işlemci farklı bir piyasa değişkeninden sorumlu olmaktadır.

Farklı piyasalarda gerçekleşen değişimlerin birbirleri ile zıt yönlü olması ya da korelasyonlarının tam olmaması nedeniyle meydana çıkacak olan çeşitlendirme etkisi,

[87] Hayri Baraçlı, Mustafa İME, **Kurumsal İşletmelerde Finansal Yönetim**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2013, s. 10.

risk pozisyonlarının bir arada incelenmesiyle mümkündür. Risk yönetiminde risklerin bir araya getirilmesi yaklaşımına göre her günün sonunda tüm piyasalarda meydana gelen riskler toplam olarak değerlendirilmektedir. Buna göre eğer işletmenin pozisyonu iyi bir şekilde çeşitlendirilmişse toplam risk azalacaktır. Buna göre, toplam risk limitinin izlenmesi önemlidir. Eğer çeşitlendirme düşükse risk azaltıcı etkisi de düşük olacaktır.

Piyasa riskinin yönetilmesi, piyasa riskinin kaynaklarının belirlenmesi, risk düzeyinin ölçümü, kontrolü, raporlanması ve risk iştahı doğrultusunda gerekli sermayenin ayrılması sürecini içermektedir.

Piyasa riskinin ölçümü, piyasa riskinin yönetilmesinin yalnızca bir ayağını oluşturmaktadır. Ölçümle birlikte risk yöneticisi, üstlenilen riskin düzeyini ortaya koyarak kurumsal risk iştahı doğrultusunda gerekli tedbirleri belirlemelidir. Doğal olarak her şeyden önce piyasa riskine yol açacak olan işlemleri kimlerin yapacağı, bu kişilerin işlem limitlerinin ne olacağı ve mevcut durumu kimlere raporlayacakları önceden açık bir şekilde belirlenmelidir. Diğer yandan risk ölçüm modellerinin güvenilirliğinin sürekli olarak test edilmesi ve gerektiğinde revize edilmesi, yeni finansal ürünlere ait risk ölçüm modellerini geliştirilmesi ve bunlar için gerekli verilerin toplanması da risk yönetim sürecinin önemli parçaları olmaktadır.

Risk yönetim sürecinde yer alan en önemli unsurlardan biri, risk raporlarının hazırlanmasıdır. Gerektiği zamanda ve açık bir şekilde maruz kalınan riskleri ve risk düzeylerini ortaya koyan raporların hazırlanması, üst yönetimin maruz kalınan bu riskleri karşılayacak düzeyde sermayenin bulunup bulunmadığı ve bankanın risk profiliyle uyumlu olup olmadığını değerlendirmeleri için önem arz etmektedir. Diğer yandan bu raporlar, denetim otoritesinin bankanın risk düzeyinin yasa ve mevzuatlara uygun olup olmadığını denetlenmesi için de gereklidir. Ayrıca bu raporların kamuya duyurulması yatırımcılar ve diğer paydaşların yanında özellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının vereceği kararlar açısından da önemlidir. Dolaysıyla piyasa riskine maruz portföyün risk düzeyi, portföyü oluşturan tahvil, hisse senedi, döviz gibi diğer varlık gruplarının risk düzeyleri ve toplam portföye yaptıkları risk katkısı (K-RMD), duyarlılık

analizleri, stres testi ve senaryo analizleri, yapılan yatırımın tutarı, ekonomik sermaye ile uyumu ve sağladığı kar zarar düzeyi raporlanmalıdır.[88]

Uygulamada piyasa riskinin yönetimi açısından risk limitlerini belirlenmesi oldukça büyük bir önem taşımaktadır. Bankalar açısından değerlendirildiğinde piyasa riskinin yönetiminde temel unsurlardan biri olan risk limiti, alınabilecek en yüksek risk düzeyi olarak tanımlanabilir. Böylelikle belirli bir dönemde karşılaşılabilecek en yüksek kayıp düzeyinin kontrol altına alınması söz konusu olmaktadır.[89]

Bir bankanın piyasa riskini yönetirken uyguladığı iki temel risk limiti vardır. Bunlardan birincisi operasyonel limiti, diğeri ise pozisyon büyüklüğü limitidir. Operasyonel risk limiti üç alt gruba ayrılmaktadır. Bunlar sırasıyla envanter yaşı limiti, yoğunlaşma limiti ve stop loss (zarar durdurma) limitidir. Söz konusu risk limitleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

1) Envanter Yaşı Limiti: Yatırım stratejisine bağlı olarak sahip olunan menkul kıymetin elde tutulma süresine getirilen sınırlamadır. Böylelikle işlemcilerin likit olmayan pozisyonlar taşımasının önüne geçilmektedir.

2) Yoğunlaşma Limiti: Yatırımların belirli menkul kıymetler arasında dağıtılarak çeşitlendirmenin getireceği risk düşürücü etkiden faydalanmak için uygulanır.

3) Stop Loss Limiti: Stop loss seviyesi, sahip olunan pozisyon ile taşınabilecek en yüksek zarar düzeyidir. Bu seviyede zarar edildiğinde menkul kıymetler satılarak daha büyük zararların gerçekleşmesinin önüne geçilmektedir.

4) Pozisyon Büyüklüğü Limiti::Yatırım yapılan menkul kıymetin nominal değeri, duyarlılığı ya da RMD' si düzeyinde konulan sınırlamadır.

---

[88] Baraçlı, İME, **a.g.e.**, s. 13.

[89] Gürdoğan Yurtsever, **Bankacılığımızda İç Kontrol**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2010, s. 9.

3.2. Risk Yönetiminin Önemi

Risk yönetimi ile ilgili kapsamlı bir şekilde inceleme yaptıktan sonra risk yönetiminin her iş alanında önemli olduğu ve arka planlara atılmaması gerektiği ortaya çıkıyor.

Risk yönetimi; riskleri tanımlamayı, değerlendirmeyi, sorumlulukların tayinini, riskleri önceden tahmin edip etkilerini azaltmak için tedbir almayı ve bu işlemleri gözden geçirmeyi ve izlemeyi kapsayan bütün süreçlerdir. Kurumlar problemler oluşmadan çok daha erken aşamalarda problemleri öngörmeli ve önlem almalıdırlar. Kurumların başarıları problemleri oluşmadan önleyebilme yetenekleri ile doğrudan ilişkilidir. Bu nedenle kurumsal başarıya ulaşmada etkin bir risk yönetimi sisteminin oluşturulması büyük önem taşır. Zira risk yönetimi uygulaması;[90]

1) Kuruma, karşı karşıya olduğu riskleri makul seviyelerde tutarak onların olumsuz etkilerinden korunma imkanı sağlar,

2) Yönetimin hızlı ve etkin bir şekilde karar almasına yardımcı olur,

3) Kaynak israfını önler,

4) Şirkette yaşanacak sürpriz ve şirket kayıpları en aza indirir,

5) Zaman tasarrufu sağlar ve

6) Personeli, yeniliklere açık olma hususunda cesaretlendirir.

3.3. Risk Yönetim Süreci

Risk değerlendirilmesinin tanımını yapacak olursak; tüm işyerlerinde tasarımların yapılması ve kuruluş aşamaları da dahil olmak üzere tehlikelerin sezilmesi, risklerin belirlenmesi ve analizinin yapılması, risk kontrollerinin karşılaştırılması, dokümantasyon, yapılan çalışmaların güncellenmesi ve gerektiğinde bu aşamaların yenilenmesini kapsamaktadır.

---

[90] Sayıştay Başkanlığı, **Risk Yönetimi Rehberi,** Temmuz 2006, s. 6.

Tüm işyerlerinde risk yönetim süreci iki aşamadan oluşmaktadır; planlama ve yürütme. İlk önce planlama yapılıyor ve program boyunca risk yönetiminin nasıl uygulanacağı planlanıyor. Yürütme aşamasında ise, yapılan risk yönetim planlaması bakımından, risk analizi ve değerlendirilmesi yapılıyor, riskin azaltılmasına çalışılıyor, izleme ve riskin kontrol süreci gerçekleştiriliyor. Bu organizasyonun tüm bölümlerinde Risk Yönetiminin uygulanması, her seviyedeki riskleri yönetecek programların tesis edilmesini gerektirir.[91]

Risk yönetim sürecinde risklerin tanınması beş adımdan oluşmaktadır:

1) Risk tanımlanmasının yapılması,

2) Risklerin analiz edilmesi,

3) Risklerin değerlendirilmesi,

4) Riski azaltmak için kararın verilmesi ve yapılacak kontrol tedbirlerinin uygulanması,

5) Riskin denetlenmesi ve değerlendirilmesi.

Verilen ilk iki aşamada şirket için tehlike tanımlanır ve şirket için risk analizi yapılıyor. İlk aşamada, risk yönetim sürecinde karşılaşılacak her tehlike tespit edilir ve tehlikenin yaratabileceği sonuçlar saptanır.

Tüm tehlikeler saptandıktan sonra, ortaya çıkmalarının, mekanizmalarının ve diğer tehlikelerin sonuçlarının ne olabileceğinin anlaşılması için farklı metotlar araştırılır. Elde edilen bilgilere göre bu tehlikelerin olması durumunda nasıl korunma gerektiği sağlanıyor

Mevcut kontroller çerçevesi içinde, olasılık ve sonuç bakımından riskler analiz edilir. Bu aşamada bir risk seviyesi tahmini üretmek için olasılık ve sonuç tahmini yapılır. Risk analizi yapmak için birçok metodoloji mevcuttur, bunlardan en uygun olanı

[91] Duygu Kızıldağ, **ISO 31000 Risk Yönetimi**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 1. Baskı, 2011, s. 138.

seçilir. Risk analizi, kalitatif, kantitatif veya yarı kantitatif metodolojilerin kullanımı ile gerçekleştirilir.

Risk analizi aşamasının değişkenlik, olasılık ve etki yani şiddettir. Bir sonraki adımlarda risklerin etkin bir şekilde nasıl yönetileceği araştırılıyor. Riskleri yürütme aşamasında da uygulama aşamasında olduğu gibi devamlı olarak etki yaratabilecek riskler incelenir.

3.4. Riskten Korunma Yöntemleri

Risk seviye kabul edilebilirliğinin önceden tesis edilmiş kriterleri ile kıyaslaması yapılır. Uygulama prosedürlerinde veya standartlar içinde bulunan kriterler kullanılır ve eylem gerektirip gerektirmediği hakkında karar verilir. Tedbir alınmasını gerektiren riskler, tedbir alınmak üzere önceliğinin tanınması için sıralanır.

Riskten korunma aşamasında ilk olarak mevcut riskler belirlenir, derecelenir ve gerekli ölçmeler sağlandıktan sonra riskten korunma prosedürleri oluşturulur. Şirketin risk seviyesi önceden belirlenmiş kriterler esasında belirlenir. Burada ihtiyaç duyulacak her ilave risk kontrolü önceden belirlenir, bu kontrollerin riski planlanan bir seviyeye indirmeye yetecekleri değerlendirilir. Risk değerlendirilmesi yapıldığı zaman, riskin kabul edilebilir olup olmadığına karara verilir, riskin önemi üzerinde durulur.[92]

Riski tahmin etme zamanı, riskin değerlendirilmesi yapılır, kabul edilebilir bir düzeyde risk olup olmadığına veya kabul edilebilir düzeye indirmek için uygulanan farklı ölçümlere dikkat edilir. Genelde risk değerlendirilmesi fazla sübjektif yargılara dayanır. Bu aşamada olayların ortaya çıkma olasılıkları ve ortaya çıktıkları zaman maruz kalabilecekleri sonuçlar araştırılır.

İşletmelerde risk değerlendirme yönteminin seçilmesi çok önemli bir aşamadır, böyle ki, değerlendirilmenin yanlış yapılması şirket açısından maddi ve manevi kayıplara neden olabilir. Verilen her kararda, kişisel yargı, sezgi ve deneyimin etkisi her zaman vardır, risk değerlendirme tekniklerini de kullanırken kişisel bilgi, yargı, sezgi ve deneyimin birleştirilmesi gerekir.

---

[92] Kızıldağ, **a.g.e.**, s. 151.

Risk değerlendirme tekniklerini ne tümüyle teknik bilgi ne de yalnızca kişisel yargı, sezgi ve deneyime dayalı olarak yürütmek uygun değildir. Önemli olan husus, risk değerlendirme ve metodolojilerini kullanırken etkinliği artırmak, sübjektifliği azaltmak için yaygın ve etkin bir şekilde olasılık ve güvenilirlik teorilerinden yararlanmaktır. Düşük düzeydeki teknolojiye sahip olan ve karmaşık olmayan sistemler için kişisel deneyim, sezgi ve yargılar ile risk değerlendirme çalışmaları yapılabilir.

Ancak orta düzeyde karmaşıklığa sahip bir sistemde oluşabilecek tehlikelerin ortaya çıkma olasılıkları konunun uzman kişilerin görüşlerinden ve deneyiminden faydalanılarak belirlenmelidir. Yüksek riskli ve karmaşık sistemlerde ise ortaya çıkabilecek tehlikelerin yönetilmesi için disiplinli bir şekilde teknik bilgi ve deneyime ihtiyaç duyan risk değerlendirme tekniklerinin ve olasılık ve güvenilirlik teorilerinin kullanılması gerekir.

Risk değerlendirilmesi bağımsız bir faaliyet değildir; risk yönetim sürecinde yer alan diğer tüm unsurlara tamamıyla entegre edilmelidir. Risk değerlendirilmesi; kapsamlı bir risk tanımlama süreci, risk analizi ve risk tespitinden oluşur. Bu sürecin uygulanma biçimi yalnızca risk yönetim sürecine değil, risk değerlendirilmesi yapılırken kullanılan yöntem ve tekniklere de dayalıdır.[93]

Uluslararası mali piyasalar 1980'lı ve 1990'lı yıllarda önemli bir geçiş dönemine tanık olmuştur. Bir taraftan karmaşık değişken işlemelerin ortaya çıkması piyasada belirsizliği artırırken öte yandan dinamik ve rekabetçi finans sektöründeki piyasa katılımcıları eskisinden daha büyük mali risklerle karşı karşıya kalmışlardır.

Dünyada kredi fonlarının arzındaki artış, finansal risklerin de hızla artmasında önemli bir rol oynayarak finansal krizlerin realize olması sonucu, hatırı sayılı kayıplara neden olmuştur. Özellikle 1995-2003 yılların arasında bu şekilde ortaya çıkan sorunlar nedeniyle bazı mali skandallar yaşanmıştır.

Bu nedenlerle, finansal risklerin etkin yönetiminin sağlamak için güvenilir risk ölçüm metotların uygulanması kesin bir zorunluluk haline dönüşmüştür.

---

[93] Kızıldağ, **a.g.e.**, s. 153.

İşletmeyi riskte korumak için geliştirilen yöntemleri Marshall'ın[94] da deyimiyle iki tür; işletme içi ve işletme dışı olarak toplayabiliriz. Eğer işletme kendi iç kaynaklarını kullanarak riskten korunmaya çalışıyorsa bu işletme içi yöntem adlanır. İşletmenin riskten korunmak için dış kaynakları kullanması işletme dışı yöntem adlanır.

3.4.1. Şirket İçi Riskten Koruma Yöntemleri

Kalkınma sürecini yaşayan ekonomilerde işletmelerin öncelikli amaçları, varlıklarını sürdürmenin yanı sıra büyüme ve gelişmedir. Büyümenin sürdürülmesi, temelde yatırımların artmasıyla sağlanabilir. Yatırımların artması ise tasarrufla doğrudan ilişkilidir. Ekonomik anlamda yatırımların kaynağı, bireysel tasarruflardır. Bireysel tasarrufların kendiliğinden yatırıma dönüşmesi, tasarruf hacminin genellikle küçük olması ve tasarrufçunun ayrımını verimli alanlara aktaracak, alışkanlık ve güdüye çoğunlukla sahip bulunmaması gibi nedenlerle pek gerçekleşmemektedir.

Her hangi bir finansal varlığa sahip olma riski de kendisiyle getirir. Yanı, risk, yatırım yapan kişinin beklediği getirisinde oluşan değişikliklerdir. Eğer finansal varlığın getirisi onun riskini telafi edebiliyorsa bu kabul edilebilir risk adlanır. Bir şirket veya kurum risklerini azaltmak için her hangi bir finansal ürüne sahipse, bu riskten korunma veya risk yönetimi olarak tanımlanmaktadır.

Firma içi riskten korunma yöntemlerini tanımlayacak olursak, işletmenin veya kurumun kendi kaynaklarından faydalanarak, şirketin nakit akımlarını, varlıklarını, borçlarını ve bilançosunu kullanarak olası finansal riskleri yok etmesinde veya en aza indirmeye çalışmasında kullandığı yöntemlerdir. Faiz oranı, döviz kuru ve ticari ürün fiyat riski olarak üç yere ayrılmıştır. Faiz oranı riskinden korunma yöntemleri çakıştırma ve hesaplar arası transfer şeklinde gerçekleştirilmektedir. Firma içi döviz kuru riskinden korunma yöntemleri; Çakıştırma (Matching), Eşleştirme (Offsetting), Alacak ve Borçların Netleştirilmesi (Netting), Nakit Akışlarının Zamanlaması (Leading ve Lagging), Döviz Sepetleri (Currency Baskets) ve Ulusal Para ile Faturalandırma,

[94] Alfred Marshall (1842-1924), Moderin iktisat biliminin ikinci kurucusu olarak bilinmektedir. Principles of Economics kitabının yazarıdır.

Para Piyasaları Yoluyla Korunma Yöntemleri (Money Market Hedge) olmak üzere yedi ana başlık altında toplanmaktadır.[95]

Günümüzde finansal piyasaların genişlemesine paralel olarak bu piyasalarda oluşan firma içi risklerin kapsamı da genişlemiş ve eşzamanlı olarak bu risklerden korunma amacına yönelik birçok finansal araç geliştirilmiştir. Bu araçlar arasında en çok tercih edilenleri sigorta ve aktif-pasif yönetimleridir.[96]

Tablo 2: Riskten Korunma Yöntemleri ve Korunular Riskler

Korunma Yöntemleri	Korunulan Riskler
Sigorta	Doğal Afet, Yangın, Hırsızlık, Hastalık, Sakatlık,...
Aktif-Pasif Yönetimi	Likidite Riski, Kredi Riski.
Türev Ürün Sözleşmeleri	Fiyat Riski, Faiz Oranı Riski, Döviz Kuru Riski, Endeks Riski.

3.4.1.1. Sigorta

Sigorta sözleşmesi, sigortacının bir prim karşılığında diğer bir kimsenin para ile ölçülebilir bir menfaatine zarar verecek bir rizikonun meydana gelmesi halinde tazminat ödemeyi yahut bir veya birkaç kimsenin hayat müddetleri sebebiyle veya hayatlarında meydana gelen belli bir takım olaylar dolayısıyla para ödemeyi veya başka edalarda bulunmayı üstlendiği bir sözleşmedir.[97]

Sigorta sözleşmesinin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için tarafların, teminat altına alınmak istenen riziko, sigorta konusu, sigorta bedeli, sigorta süresi, sigorta şartları ve prim gibi esaslı unsurların üzerinde mutabık kalmaları gerekmektedir.[98]

---

[95] İlker Parasız, Kemal Yıldırım, **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama**, Ezgi Kitapevi Yayınları, 1994, s. 34

[96] Evin, **a.g.e.**, s.25.

[97] Anadolu Üniversitesi Ders Notları, http://home.anadolu.edu.tr/~metincoskun/index_dosyalar/Page892.htm , (09.09.2016).

[98] http://mehmetbilgeozakcaoglu.blogcu.com/sigorta-cesitleri-onemi-ve-unsurlari/5970584, (09.09.2016)

Çok farklı sigorta çeşitleri olsa da en başlıca olarak iki tip sigorta ayırımı yapılmıştır. Bunlar; hayat sigorta ve hayat dışı sigorta olarak ayrılmaktadırlar.

a) Hayat Sigortalar

Hayat sigortaları, küçük tasarrufların yıllar içinde birikip kişilerin refah seviyelerini ve yaşam kalitelerini artırmaya yönelik yapılan sigortalardır. Yapılan ödemeler sigorta şirketi tarafından bir fonda toplanır ve değer kazanacak şekilde idare edilir.

Hayat sigortaları ülkelere göre değişiklik göstermektedir. Türkiye'de bu sigorta çeşidi altında yer alan sigortalar şunlardır:[99]

aa) Ölüm Hali Sigortası: Sigortalının ölümü halinde mirasçılarına veya sigorta sözleşmesinde belirlediği kişilere birikmiş tazminat ödemesi yapılır.

ab) Grup Hayat Sigortası: Aynı tüzel kişiliğe bağlı olarak çalışan en az 10 kişi olacak şekilde yapılan hayat sigortasıdır. Vefat, kazaya bağlı vefat, sürekli sakatlık gibi durumlarda sigorta bedeli üzerinden tazminat ödenir.

ac) Maluliyet Sigortası: Sigorta poliçesine dahil olan bir kaza durumu sonrasında kişinin sürekli sakatlığa maruz kaldığında tazminat ödenmektedir.

ad) Ferdi Kaza Sigortası: Ani ve beklenmedik kazalara karşı güvence sağlar. Ölüm, kaza, sağlıkla ilgili durumlarda poliçede belirlenen oranlarda tazminat ödemesi yapılır.

ae) Sağlık Sigortası: Kişilerin hastalık risklerini kapsayan sigortadır. Sigorta şirketinin anlaşmalı olduğu sağlık kuruluşlarında geçerlidir. Yatarak ve ayakta tedaviyi kapsayabilir ve tedavi masraflarının karşılanması amaçlanır.

af) Özel Durum Sigortası: Diğer sigortaların kapsamına girmeyen özel durumlar için kişilerin isteklerine bağlı olarak yapılan sigortalardır. Poliçelerde yer almayan hastalıklar, kaza risklerine karşı yapılır ve prim ödemeleri risk grubunun azlığı dolayısıyla diğer sigortalardan yüksek olabilir.

---

[99] https://www.sigortam.net/sigorta-cesitleri, (09.09.2016).

b) Hayat Dışı Sigorta

Bu sigorta çeşidi maddi kayıpların ve hasarların karşılanmasına yöneliktir. Ev, araba ve işyerlerinde meydana gelme ihtimali olan ve maddi olarak ölçülebilen riskleri kapsar.[100]

- Yangın Sigortası

- Araç sigortası (kasko sigortası, trafik sigortası)

- Kaza sigortaları

- Nakliye (taşımacılık) sigortaları

- Tarımsal sigortalar

- Makine sigortaları gibi türleri mevcuttur.

3.4.1.2. Aktif Pasif Yönetimi

Bir bankanın veya işletmenin karını optimize etmek amacıyla, likidite ve emniyetini de göz önünde bulundurarak, bilançosunun her iki tarafını, aktifini ve pasifini düzenlemesi ve değiştirmesidir. Likidite bir işletmenin minimum zararla olası mevduat çekilişlerini ödeyebilme ve piyasa kredi ihtiyacını karşılayabilme gücüdür. Emniyet ise bir işletmenin öz sermayesinin yeterli ve aktiflerinin kaliteli olmasıdır.[101]

Bu yönetimin temel amacı karlılığın artırılması ve aktif pasif tarafının düzenlenmesidir.

Aktif pasif yönetiminin orta çıkması, 1971 ve 1973 yıllarında yaşanan kriz ve petrol piyasasında oluşan petrol şoku olaylarından sonraki döneme dayanmaktadır. Yaşanan riskler finansal risklerin bir sistem içinde toplanması ve yönetilmesi gereğini ortaya çıkarmıştır.

---

[100] https://www.sigortam.net/sigorta-cesitleri, (09.09.2016).
[101] Evin, **a.g.e.**, s.28.

Aktif Pasif Yönetimi Komitesi; likidite riski, döviz riski, kredi riski, faiz riski, kredilerin getirisi ve maliyetlerinin yanı sıra;[102]

- Ne kadar fon sağlanması gerektiğini

- Net faiz gelirlerinin arttırılmasını

- Kredilerin kalitesinin ve sermaye yeterliliğinin sağlanmasını

- Likiditenin ve istikrarın Korunmasını

- Esneklik ve güven arttırıcı önlemlerin alınması ile ilgilenir.

3.4.2. Şirket Dışı Riskten Korunma Yöntemleri

Firma Dışı Riskten Korunma Yöntemleri İkinci Dünya Savaşı sonrası Bretton Woods anlaşması, finansal piyasaların yeniden yapılanmasına neden olmuştur. 1971 senesinde Bretton Woods anlaşmasının bozulması finans dünyasını çeşitli risklerle karşı karşıya koymuştur. Bu risklerin azaltılması veya yok edilmesi için yeni finansal araçlar geliştirilmeye başlanmıştır. Bunlar arasında en önemlileri forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri olarak kabul edilmektedir. Türev ürünlerin risk çeşitlendirilmesi yöntemini kullanarak riskleri azaltmaya çalışmaları günümüzde de yaygın şekilde kabul görmektedir. Faaliyet giderlerinin azaltılması, spekülasyon, arbitraj ve risk yönetimi içinde türev ürünler tercih edilmektedir. Genel olarak türev ürünler firma dışı riskten korunma teknikleri olarak kabul görmekte ve dört başlık altında incelenmektedir. [103]

3.4.2.1. Türev Piyasalar

1970' li yıllardan sonra sabit kur sisteminin terk edilmesi sonrasında yaşanan gelişmelerin sonucunda finansal piyasalarda risk olgusu daha fazla önem kazanmıştır. Aynı zamanda geliştirilen finansal yeniliklerle risk yönetimi ve riskten korunmak için alternatif ürünler ve teknikler de oldukça yaygınlaşmıştır.[104] Özellikle Türev

---

[102] Evin, **a.g.e.**, s.27.

[103] İstemi Çömlekçi, **Beş Yildizli Otel İşletmelerinde Muhasebe – Finans Yönetcilerinin Finansal Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Algilari**, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı 33, Ağustos 2012, s. 49

[104] Kozanoğlu, Hayrı, **Uçuramayan Balon: Finans**, İstanbul: Ayrıntı Yayınları, 2011, s. 169.

enstrümanlar, finansal piyasalardaki risklerden korunmak için geliştirilen yeniliklerden en önemlisi ve kalıcı risklerin devredilmesine olanak sağladıkları için finansal piyasaların vazgeçilmez araçları haline gelmişlerdir.

Türev piyasalarda işlem gören sözleşmelerin " türev enstrümanlar" olarak ifade edilmelerinin temel nedeni söz konusu finansal enstrümanların nakit piyasalarda işlem gören hisse senedi, tahvil gibi temel yatırım araçları kullanılarak oluşturulmasıdır. Değerlerinin ise nakit piyasada işlem gören temel yatırım araçlarının değerlerinden türetilmiş olmasıdır. Türev işlemlerinin yapıldığı organize borsalarda sözleşme standartları belli olduğundan, teminat sistemiyle işlemler takas kurumunun garantisi altında gerçekleşmekte, düzenleme, gözetim ve denetim fonksiyonları daha etkin biçimde yapılmaktadır.[105]

En basit tanımı ile vadeli işlemler, iki taraf arasında yapılan ve tarafların belli bir miktarda ürün veya kıymeti, önceden belirlenmiş bir fiyattan almak veya satmak için yükümlülüklerini düzenleyen işlemlerdir. [106]

Vadeli işlem piyasaları; mevcut piyasalarda ani fiyat hareketlerinde kaynaklanan risklerden korunmak için yatırımcılar ile bu riskleri üstlenmeyi kabul eden spekülatörler arasında işlem yapılan, ülkelerin finansal piyasalarının gelişmesinde önemli faktör olan piyasalardır. Vadeli işlem piyasalarında, fiyatların daha etkin olduğu, likiditenin arttığı, piyasalarda yaşanan gelişmelerin fiyatlara hızlıca etki ettiği gözlemlenmiştir. Vadeli işlem piyasalarının spot piyasadaki likiditeyi azaltıcı bir etkisi olmamakla beraber mevcut piyasalara ikame piyasa olarak da işlem görmemektedir. [107]

Finansal Kurum yöneticileri kurumlarının yüz yüze kaldığı riskleri azaltmak, risk sorunun çözmek için vadeli işlem sözleşmelerine daha çok önem vermeye başlamışlardır. Riski azaltmaya verilen bu büyük önem finansal yenilik yöntemleri, finansal kurum yöneticilerinin risk yönetiminde daha başarılı olabilecekleri yeni finansal araçlar bulma yoluna gitmeye yönlendirmiştir. Geri ödemeleri önceden

---

[105] Güngör, BENE,. "Finansal Türevlerin Muhasebeleştirilmesi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,** Cilt No: 15, Sayı: 1-2, s.179.

[106] Yalçın Karatepe, **Türev Piyasaları**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilmler Yayınları, Ankara, 2000, s. 3.

[107] Mustafa Kemal Yılmaz, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.15.

çıkartılan menkul kıymetlere bağlı olan bu araçlara finansal türevler denilmektedir ve bu araçlar risk indiriminde son derece yararlı olmuşlardır.[108]

Vadeli işlem piyasaları aşağıdaki amaçlar çerçevesinde kullanılmaktadır:[109]

1) Türev ürünler şirketler ve diğer kullanıcılar tarafından riski yönetmek için kullanılmaktadır.

2) Spekülatörler tarafından yatırım aracı olarak kullanılabilmektedir.

3) İşlem maliyetlerini azaltmaktadır.

4) Türev ürünlerinin yardımı ile yasal kısıtlamalardan; vergi, muhasebe kuralları kaçınılabilmektedir.

Türev ürünler tek başlarına bir değer ifade etmemelerine karşın faydalarını kısaca şöyle sıralayabiliriz:

1) Değerlerini başka kıymetten alarak fiyat dalgalanmalarına karşı korumak,

2) Borçlanma Maliyetini Düşürmek

3) Şirketlerin net nakit artışlarını arttırmak.

Forward sözleşmeleri, future sözleşmeleri, opsiyon ve swap gibi, finansal kurum yöneticilerinin risk indiriminde kullandıkları belli başlı finansal türev yöntemleridir.

3.4.2.1.1 Forward

Forward kontratlarında, önceden kararlaştırılmış bir fiyattan bir varlığın alımı veya satımı üzerinde iki taraf arasında yapılan anlaşmalardır. Borçlanma araçlarına bağlı olan forward kontratlarına, faiz oranı forward kontratları denilmektedir.[110]

---

[108] Bener, **a.g.e.**, s. 179.

[109] Türev Piyasaları-Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi ve Gelişimi" www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi11.doc , (07.02.2016).

Faiz oranı forward kontratları bir borçlanma aracının gelecekteki satımını içermektedir ve çeşitli boyutları mevcuttur; 1) gelecekte teslim edilecek güncel borçlanma aracının belirlenmesi, 2) teslim edilecek borçlanma aracının miktarı, 3) teslim edileceği zaman borçlanma aracının sahip olacağı fiyat ve 4) teslimatın gerçekleşeceği günün belirlenmesi.[111]

Forward sözleşmelerinin avantajı bunların sözleşmeye dahil olan tarafların istediği kadar esnek olabilmeleridir. Bunun anlamı, portföylerinde var olan varlıkları faiz oranı riskinden tam anlamıyla koruyabilmeleridir. Bu sözleşme türünde, konu olan varlığın özelliği, miktarı, fiyatı, malın teslim edileceği yer, ödeme tarihi ve diğer şartların hepsi taraflar arasında karşılıklı anlaşma ile oluşmaktadır. Forward sözleşmeleri tarafların iradeleri doğrultusunda oluşturulan özel sözleşmelerdir. Forward sözleşmeleri her türlü mal ve hizmet üzerine düzenlenebilmektedir ama ağırlıklı olarak döviz ve faiz forward sözleşmeleri düzenlenmektedir.

Forward sözleşmelerinin faydasını örten iki problem mevcuttur. Bunlardan birincisi, kurumların sözleşme yapacak karşı taraf bulmalarının zorluğudur. Faiz oranlı forward sözleşmelerinin yer aldığı piyasada yaşanan başka bir önemli sorun ise, sözleşmenin yapılmasının ardından finansal işlemin gerçekleşmesinin zor ya da elverişsiz bir fiyattan olabilmesidir; ekonomistlerin deyimi ile bu piyasaların sorunu likidite esnekliğidir.[112]

Forward sözleşmelerinde yaşanan başka sorun ise; anlaşmanın gerçekleşmeme riski ile karşı karşıya olmasıdır. Bu sözleşmeyi garanti altına alan hiçbir organizasyon olmaması yüzünden bu risk ortaya çıkmaktadır. Forward sözleşmenin gerçekleşmeme riski olması demek bu sözleşmenin taraflarının birbirlerinin finansal izlenimlerinden, dürüstlüklerinden ve karşı tarafın sözleşmenin yükümlülüklerini yerine getireceğinden emin olmak zorunda olması demektir. Bunun maliyetli bir yönetim olmasından ve bundan önceki bölümlerinin uygulamalarında incelediğimiz ters seçim ve manevi zarar

---

[110] Apak Sudi ve Metin Uyar, **Türev Ürünler ve Finansal Teknikler,** 1. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi, 2011, s.55.

[111] Frederic S. Mıshkın, **Finansal Piyasalar Ve Kurumlar**, Bilim Teknik Yayınevi, Çeviri; İlyas ŞIKLAR, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz, İstanbul, 2015 s. 342.

[112] Mıshkın, **a.g.e.,** s. 343.

problemleri yüzünden, gerçekleşmeme riski faiz oranlı forward sözleşmelerinin kullanılmasının önünde önemli bir engeldir. Her ne kadar faiz oranlı forward sözleşmeleri için özellikle hazine ve ipoteğe dayalı varlıkları kapsayan bir piyasa olsa da, bu piyasa finansal futures piyasası kadar büyük değildir.

3.4.2.1.2. Futures

İngilizce' de "futures markets" olarak ifade edilen futures piyasalar, Türkçe' ye "gelecek piyasaları" olarak çevrilebilmektedir.[113]

Forward piyasalarındaki ödenmeme riski ve likidite problemi faiz oranı riskinden korunmak için başka çözümlerin ihtiyacını doğurmuştur. Bu çözüm Chicago Ticaret Odasının 1975' te kullanmaya başladığı finansal futures kotratlarının gelişmesi ile sağlanmıştır.

Futures kontratları gelecekte belirlenmiş bir tarihte finansal araçların kontratın taraflarından birinden diğerine devredilmesi üzerine olması ile faiz oranlı forward kontratlarına benzemektedir. Bununla birlikte likidite ve gerçekleşmeme sorunlarını ortadan kaldıran yönleri ile faiz oranlı forward kontratlarından ayrılmaktadır. Forward kontratlarında uygulanan terminolojide olduğu gibi, futures kontratı satın almak suretiyle bonoları almayı kabul eden tarafın uzun pozisyon aldığı ve futures almak suretiyle bonoları almayı kabul eden tarafın uzun pozisyon aldığı ve futures sözleşmesini satarak bonoları satmayı kabul eden tarafın da kısa pozisyon aldığı kabul edilir.[114]

Futures kontratının bitim tarihinde, teslim edilecek öncelikli varlığın fiyatı ile kontrat fiyatı aynıdır.

Futures piyasalarda risk içermeyen kar fırsatlarının elenmesi "arbitraj" olarak bilinir ve vade bitim tarihinde sözleşme fiyatı ile teslim edilecek öncelikli varlığın fiyatının aynı olmasını sağlar.

---

[113] Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Yayınevi, 2010, s.372.

[114] Mishkin, **a.g.e.**, s. 345.

Finansal futures kullanımının ilk olarak 19800' lerin başında Amerika' da gelişmesi, Amerikalıların Finansal Futureslerin ticaretinde egemen olan kısım olmalarını da beraberinde getirmiştir. Bu sistem borsalar resmen kapalı olsalar dahi işlemcilere dünyanın her yerinde futures işlemlerini yapabilme olanağını tanımaktadır. Finansal futures ticaret bu gün tamamen uluslararası boyuta gelmiştir.

Futures sözleşmelerinin belirleyici özellikleri; forward kontratlarının doğasında var olan likidite sorununu aşmaya yönelik tasarlanmıştır. Bunların birincisi, forward kontratlarının aksine devir edilecek miktar ve teslim tarihi farklı tarafların futures piyasalarından eşleşebilmesini sağlayacak şekilde standartlaştırılmıştır ve bu suretle piyasanın likiditesi arttırılmıştır.

Sözleşmenin diğer özelliği ise, futures sözleşmeleri satın alındıktan veya satıldıktan sonra sözleşmenin vade bitim tarihine kadar istenildiği zaman tekrar alınabilir ya da satılabilir olmasıdır. Buna karşılık bir kere anlaşma yapılan forward kontratı genel olarak bir daha işlem göremez.

Diğer özelliği, yine forward sözleşmelerinden farklı olarak teslim tarihinde hazine bonolarının sadece özel bir türünün teslim edilmesi gerekmemektedir, vadesine 15 yıl ve daha fazla kalan ve 15 yıl süreyle ihbarlı olmayan herhangi bir tür hazine bonosu, teslim edilmek için seçilebilir. Sürekli ticarete olanak tanımasının likiditeyi arttırması gibi özel bir bononun yerine belli sınıflardaki hazine bonolarının teslim edilebilecek olması da likiditeyi arttırmaktadır.

Vadeli işlem piyasalarında sözleşmeler organize olmuş bir piyasada işlem görürler. Bu sözleşme türlerinde Euro ve dolar gibi güçlü para birimleri kullanılmaktadır. [115]

Futures piyasaları forward sözleşmelerinde gittikçe artan borcun zamanında ödenmeme riskine karşı forward piyasalarından oldukça farklı örgütlenmiştir. Her iki piyasa da uzun pozisyon alan bir alıcı ile kısa pozisyon tutan bir satıcının olması gerekmektedir. Bununla birlikte, futures sözleşmesinin alıcısı ve satıcısı futures

[115] Yalçıner, Kürşar, Cihan Tanrıöven, Hasan Bal, Emine Ebru Aksoy, **Finansal Teknikler ve Türev Araçlar**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, 2011, s.184.

piyasasında sözleşmeyi birbirleri ile değil takas odası birliği ile yaparlar. Bu düzenlemenin anlamı, futures sözleşmesin satın alan tarafın artık satıcı tarafın güvenirliğinden endişe duymasına gerek yoktur, tabi bunun terside aynı şekilde geçerlidir. Takas odası finansal sürekliliğini koruduğu sürece futures sözleşmelerinin alıcılarının veya satıcılarının geri ödenmeme riskinden dolayı endişe etmelerine gerek yoktur. Yani vadeli işlemlerin yapıldığı borsalar takas kurumunun garantisi altına alınmaktadır. Takas kurumu tarafından bu işlemlerin garanti edilmesi teminat sistemine dayanmaktadır. Bu sözleşme türlerinde teminatlar günlük zarar risklerini karşılayacak şekilde belirlenmektedir. [116]

Takas odasının, finansal olarak güvenilir olduğuna ve finansal zorluklar karşısında ortadan çekilerek sözleşmelerini tehlikeye atmayacağından emin olmak için futures sözleşmesinin alıcı ve satıcı tarafları "marjin gereksinimi" olarak adlandırılan ve öncelikli bir mevduatı yatırmak zorundadırlar.

Futures piyaslarının forward piyasalarında son bir avantajı da, yine forward kontratlarının aksine bir çok futures kontratının vade bitim tarihinde öncelikli varlıkların devredilmesi ile sonuçlanmamasıdır. Futures kontratı, sözleşmeyi satan tarafa sözleşmenin satın alma bedelini karşılamak suretiyle vade bitiminde teslimat yapmaktan kaçınma hakkını vermiştir. Eş zamanlı olarak kısa ve uzun pozisyon almanın anlamı, işlemcinin bonoları kendisine devredeceğidir. Borsa kurallarına göre işlemci kontratı iki taraflı olarak iptal edilebilir. İşlemcilere sözleşmelerini iptal etme hakkı veren futures piyasaları forward piyasalarında gerçekleşmesi çok zor olan fiziki teslimattan sakınma hakkını vermiş ve forward piyasalarına nispeten işlem maliyetini azaltmıştır.[117]

Dünyadaki önemli vadeli işlem piyasaları; Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME), New York Mercantile Exchange (NYME), New York Futures Exchange (NYFE), Value Line İndeks (VLI), London International

---

[116] İsmail Orakçıoğlu ve Sezer Bozkuş Kahyaoğlu, **Türev Piyasalarda Teminatlandırma Yöntemleri**, 1. Baskı, Ankara: Efil Yayınevi, 2011, s. 27.

[117] Mıshkin, **a.g.e.**, s. 350.

Financial Futures Exchange (LIFFE), Sİngapour International Monetary Exchange (SIMEX), Nikkei İneks (NI)'dı.[118]

3.4.2.1.3. Opsiyon

Faiz oranı ve hisse senedi piyasa riskine karşı korunmak için kullanılan başka bir yöntem de finansal araçlara opsiyon uygulamasıdır.

Opsiyon sözleşmesi, belirli bir finansal değerin (para, menkul kıymet, finansal araçlar, emtia vs.), gelecek bir tarihte veya belirli bir dönem içerisinde, alınması(alım opsiyonu) veya satılması(satım opsiyonu) konusunda taraflardan birinin (opsiyon satıcısı), sözleşmenin diğer tarafına (opsiyon alıcısı) bir seçim hakkı tanıdığı (opsiyon hakkı), bunun karşılığı olarak da belirli bir bedele(opsiyon primi) hak kazandığı bir sözleşme türüdür.[119]

Opsiyon, öncelikle bir finansal aracın "eksersiz fiyatı" denilen belirlenmiş bir fiyattan vade bitiminde alıcısına satın alma veya satma hakkı veren kontratlara denilir. Opsiyonun satıcısı karşı tarafın uygulamayı istemesi durumunda belirli bir finansal varlığı opsiyonu satın alan tarafa satma veya satın alma taahhüdüne girmesidir. Opsiyon kontratında belirtilmesi gereke önemli bir özellik; opsiyonun sahibi başka bir ifade ile satın alan kişinin opsiyonun uygulamak zorunda olmamasıdır, yani, opsiyon kullanılmadan sonra erdirile bilinir. Opsiyonu satın alan kişi satın almayla ilgili herhangi bir yükümlülüğünü yüklenmemiştir, sadece istemesi durumunda bu yükümlülükleri yerine getirebilir. Opsiyonun satışını yapan kişi ise karşı tarafın istemesi halinde belirlenmiş olan finansal varlığı satmak veya satın almak zorunadır.[120]

Belirlenmiş olan finansal varlığı önceden belirlenen bir fiyattan satma veya satın alma hakkını almanın değeri olmasına bağlı olarak opsiyon için ödenmesi gereken miktara opsiyon primi denilir. Alıcının opsiyonu uygulamaya sokmasının zamanına göre iki türe ayırabiliriz; eğer opsiyon son uygulama tarihinden önce istenildiği anda

---

[118] Sudi, Uyar, **a.g.e.**, s. 33.

[119] Bak, Başak. **"Borsa Opsiyon Sözleşmesi"**, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, Sayı 64, 2009, s. 41.

[120] Mıshkin, **a.g.e.**, s. 356.

uygulamaya konulabiliyorsa bu opsiyon Amerikan Opsiyonudur. Bunun tersi olarak, yalnızca süre bitiminde uygulamaya konulan opsiyonlarda Avrupa Opsiyonudur.[121]

Opsiyon kontratları finansal varlığın numarası ile çıkarılırlar. Her bir hisse senedi için ayrı çıkartılan opsiyonlara "hisse senedi opsiyonu" denilir, bunlar genellikle uzun vadeler için geçerlidir. Finansal futuresler için çıkarılan opsiyonlara "Finansal futures opsiyonları" veya daha genel olarak "futures opsiyonları" denilmektedir. Var olan en geniş işlem hacmine sahip olan bu opsiyon kontratları 1982 yılında geliştirilmiştir.[122]

Yatırımcı daha likit olan piyasayı tercih edeceğinden opsiyon kontratını finansal futuresler üzerine yazdıracaktır.

Opsiyon piyasalarının düzenlenmesi hisse senedi opsiyonlarını düzenleyen Securities and Exchange Commision (SEC) ile futures opsiyonlarını düzenleyen Commodity Futures Trading Commision (CFTC) arasında paylaştırılmıştır. Düzenlenmenin odağında opsiyonu çıkartan tarafın kontrat ile taahhüt ettiklerini yerine getirme koşullarının olması piyasanın manipüle edilmemesi ve işlem ile işlemcinin sahtekarlığa karşı korunması yer almaktadır.[123]

Opsiyon, opsiyon senedinin satın alana belirlenmiş menkul değeri bu opsiyon ile satın alma hakkı veriyorsa bu alım (call option) opsiyonudur. Bununla birlikte opsiyon ile yatırımcı belirli menkul kıymeti opsiyonda belirtilmiş fiyata satma hakkı veriyorsa bu satım (put option) opsiyonudur.[124]

Tablo 3: Call ve Put Opsiyonlarda hak ve yükümlülükler

	CALL	PUT
ALICI	Alış Hakkı	Satış Hakkı

[121] Ercan Balaban, **Opsiyonlar,** TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9501, 1995, s. 12.

[122] Mishkin, **a.g.e.,** s. 356.

[123] Mishkin, **a.g.e.,** s. 358.

[124] Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s. 59.

SATICI	Satış Zorunluluğu	Alış Zorunluluğu

Kaynak: Nurgül Chambers, **Türev Piyasalar,** İstanbul, Beta Yayınevi, 2009, s. 59.

3.4.2.1.4. Swap

Finansal kurumlar, risk yönetiminde forward, futures ve opsiyona ek olarak başka bir finansal türev olan swap kullanmaktadır. Swap kelimesi sözlükte "takas", "değiştirme", "trampa etme" kelimeleri ile ifade edilmektedir. Swaplar bir tarafın kendi borcunu karşı tarafın borcu ile değiştirmeyi taahhüt ettiği finansal kontratlardır. Temel olarak iki çeşit swap vardır; Döviz Swap'ları farklı ulusal paralara bağlı alacak ve bonoların birbiri ile değiştirilmesini kapsamaktadır. Faiz Oranı Swap'ları aynı döviz kurundan iki tarafın kredi borçlarının değişimidir.[125]

Risk yönetimi araçları arasında önemli bir yeri olan faiz oranı swap'ları, ilk olarak finansal varlıkların talebinin artışının, faiz oranı riskin azaltmak için kullanılabileceğinin görünmesi ile 1982 yılında Birleşik Devletlerde kullanılmaya başlamıştır. En geniş kapsamlı swap'lar 1) değiştirilecek ödemelerin faiz oranlarını, 2) faiz ödemelerinin türünü, 3) üzerinde faizin ödendiği miktarı, 4) değişimin yapılmasının süreceği zaman periyodunu belirler. Forward swaplarının ve swap opsiyonlarının da dahil olduğu daha karmaşık pek çok swap versiyonu vardır.[126]

Faiz oranı swap'ları korunmada diğer finansal türevlere nispeten önemli bir avantajı vardır. Finansal futures ve futures opsiyonları genel olarak bir yıl gibi kısa kullanımlar için elverişli olurken, swaplar 20 yıl gibi daha iler bir gelecek için korunma olanağı tanımaktadır. Finansal kurum uzun dönemli korunmaya ihtiyaç duyduğu zaman finansal futuresleri veya opsiyonları kullanmak elverişli olmayacak ve swap piyasası tercih edilecektir.[127]

---

[125] Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, **a.g.e.,** s. 430.

[126] Başçı, E. SavaŞ, **"Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap'ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımı"**, 2003 Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, Y. 11, No. 12, s. 25.

[127] Mıshkin, **a.g.e.,** s. 360.

Faiz oranı swaplarının finansal kurumlar arasında popüler olmasını sağlayan önemli avantajları olduğu gibi yararlığını sınırlayan dezavantajlar da vardır. Swap piyasalarında forward piyasalarında olduğu gibi, likidite eksikliği sorunu yaşanmaktadır.[128]

Swap kontratları, forward kontratlarında da karşılaştığımız borcu ödememe riski ile karşı karşıyadır.[129]

3.5. Risk Düzeyinin Belirlenmesi ve Analizi

Yapılan her yatırım kendisiyle beraber risk de getirir. İleri bir tarihte piyasa şartlarının ne olacağının kesin olarak bilinmemesinden kaynaklanarak yapılan yatırımların gelecekteki değerlerinin ne olacağının da bilinmemesini sebep olmaktadır. Fakat bazı istatistiksel yöntemler yardımıyla gelecekte oluşacak fiyatların analizi yapılmaktadır. Örneğin yarınki İMKB endeks değerinin tam olarak ne olacağı bilinmese de olağanüstü bir kriz beklenmiyorsa büyük ihtimalle bugünkü değerinden çok farklı olacağı söylenebilir. İstatistiksel yaklaşım finansal riskin ölçülebilmesini mümkün kılar.

Genelde oluşan büyük fiyat hareketlerini büyük hareketler, küçük hareketleri ise, küçük fiyat hareketleri takip etmektedir. Dolayısıyla bu varsayım Riske Maruz Değer (RMD) hesaplanmasında dikkate almak gerekir.

Sermayenin serbest dolaşımı üzerindeki engeller günümüz dünyasında giderek azalmakta, finansal hareketlilik ise artmaktadır. Finans sektöründe rekabet artışı aracılık maliyetlerini dünya çapında düşürürken, finansal aracılık yapan kuruluşların karşı karşıya oldukları riskler de artmaktadır. Finansal kuruluşlar sahip oldukları risklere, finansal piyasaların globalleşmesinden kaynaklanan riskleri de ilave etmek durumundadırlar.

Özellikle finansal kuruluşların işletme düzeyinde risk seviyesinin belirlenmesi oldukça önemli bir stratejik konudur. Yapısı gereği gerek para gerekse sermaye piyasalarında riskli faaliyetler içerisinde bulunan bu kuruluşların ne düzeyde bir risk ile

---

[128] Apak Sudi , Metin UYAR, **Türev Ürünler ve Finansal Teknikler,** İstanbul: Beta Yayınevi, 2011, s. 2.

[129] Mishkin, **a.g.e.,** s. 361.

faaliyet göstereceklerine ilişkin hedef rating seviyesinin belirlenmesi, buna yönelik olarak gerekli sermaye tahsisinin yapılması ve çeşitli faaliyet kollarına ne kadar risk limiti tahsis edileceklerinin kararlaştırılması gerekmektedir.

İşletmelerin belirli bir rating seviyesini hedeflemeleri, risk ve sermaye düzeyini buna göre ayarlamaları anlamına gelmektedir. Çünkü aslında işletmenin raitingi, temerrüde düşme olasılığının bir göstergesidir ve bu olasılık (diğer koşullar aynı olmak üzere) sermaye azaldıkça ve risk arttıkça yükselmektedir. Buna göre temerrüt olasılığı ne kadar yüksekse, raiting o kadar düşük olmaktadır.

Tablo 4: Raitingler ile Temerrüt Olasılıkları Arasındaki İlişki

S&P Rating	Temerrüt Olasılığı PT (baz puan)
AAA	1
AA	4
A	12
BBB	50
BB	300
B	1.100
CCC	2.800
Temerrüt	10.000

Kaynak: Chris Marrison, **The Fundamentals of Risk Measurement, Boston**, 2002, s. 17.

Doğal olarak işletmeler, olabildiğince düşük bir temerrüt ya da iflas olasılığına sahip olmayı isterler. Ancak buna paralel olarak hedeflenecek yüksek bir raiting, daha düşük riskli ancak buna bağlı olarak beklenen getirisi de düşük yatırımların yapılmasını ve işletmeye daha fazla sermaye tahsis edilmesini gerekli kılmaktadır.

Faiz oranlarındaki dalgalanmalar aktiflerin ve pasiflerin bugünkü değerini etkiler. Bugünkü değer hesaplanmasında bilanço dışı yükümlülüklerin de dikkate alınması gereklidir.

Değerleme yöntemleri kapsamında piyasa riskini ikiye ayırabiliriz:

Hazine Alım/Satım işlemlerinden doğan Piyasa Riski ve Aktif/Pasif vade uyumsuzluğundan kaynaklanan yapısal faiz riski. Alım/Satım riski; piyasa faktörlerindeki (faiz oranları, yabancı para kurları gibi.) kısa vadeli dalgalanmalardan doğan risktir ve piyasa faktörlerinin volatilite ve korelasyonlarına dayalı olarak günlük olarak analiz edilir. Aktif/Pasif vade uyumsuzluğu, likit olmayan aktif ve pasif kalemler arasındaki vade uyuşmazlığından doğan faiz ve likidite riskidir. Büyük piyasa hareketlerine dayalı daha uzun dönemli analizlerle ölçülür.

Alım /Satım riskini Riske Maruz Değer (RMD) yöntemi ve Kriz Senaryoları ile analiz edilebilir. Bir portföyün Riske Maruz Değeri demek, portföyün bir gün veya on gün gibi belirli bir elde tutma süresi içerisinde portföy değerinde, faiz oranı, kur gibi piyasa riski faktörlerindeki dalgalanma sebebiyle % 1 gibi belirli bir olasılık dahilinde meydana gelebilecek en yüksek kayıp demektir.

3.5.1. Risk Ölçümünde Geleneksel Yöntemler

Finansal risklerin ölçülmesinde ilk aşama bir risk ölçüsünün belirlenmesidir. Risk ölçüsü, belirlenen zaman boyutu içerisinde kurumların faaliyet gösterdikleri ortamdaki belirsizlik düzeyinin, gerçekleşen veya gerçekleşmesi muhtemel finansal olayların sonuçlarına etkilerini parasal değer cinsinden ifade eden bir ölçü olarak tanımlanabilir. Piyasa riski açısından incelendiğinde geleneksel risk ölçümüne en yaygın kullanılan yöntemin vade veya faiz GAP analizi ile Durasyon analizi olduğu görülmektedir. Bu yöntemlerin temel mantığı, piyasadaki faiz oranları değişikliklerinin bankanın net faiz gelirlerini nasıl etkileyeceğini hesaplamaya dayanmaktadır.

3.5.1.1. Gap Analizi (Boşluk Analizi)

GAP analizi, diğer adıyla FARK analizi, iki sistem arasındaki farklılıkları ortaya koymak için yapılan bir dizi çalışmadır.[130]

Gap analizi, uygulaması kolay olmakla birlikte sade bilanço içi faiz riskini dikkate almakta ve inceleme dönemi tercihinden etkilenebilmektedir. Gap belirli bir dönemde, faize karşı duyarlı aktifler ile pasifler arasındaki farkı yansıttığından, hem faiz oranı hem de likidite riski yönteminde kullanılmaktadır. Gap analizinde, her aktif/pasif kaleminin vadeleri dikkate alınarak sınıflandırılmaktadır. Aktiflerin toplamının pasiflerin toplamı ile ilişkisi dikkate alınarak, pozitif, negatif veya sıfır Gap ortaya çıkmaktadır. Gap durumu, faiz oranı değiştiğinde bankanın aktif getirisi ile pasif maliyetindeki değişimin yön ve hızını göstermektedir. Bu analiz, aktif/pasif yönetiminde genel bilanço uyumsuzluğu konusunda bir tablo sunmaktadır.

(Gap) analizi ile faize hassas aktif ve pasiflerin, faiz oranındaki değişimden ne ölçüde etkilendiği değerlendirilir. Gap analizi faiz oranı riskini ölçmek ve gözlemlemek amacıyla kullanılan en eski yöntemlerden biridir. Gap analizi önceden belirlenmiş bir zaman aralığı içerisinde bilançoda yer alan yeniden fiyatlanabilir aktifler ile yeniden fiyatlanabilir pasifleri karşılaştırmaktadır. Söz konusu iki miktar arasındaki fark Gap veya boşluk olarak tanımlanır. Eğer bilançoda yer alan yeniden fiyatlanabilir varlık miktarı yeniden fiyatlanabilir yükümlülük miktarını aşıyorsa bilançoda pozitif Gap oluşmuş demektir. Aynı şekilde yeniden fiyatlanabilir yükümlülükler yeniden fiyatlanabilir varlıklardan fazla ise negatif Gap' tan söz edilir. Gap analizi cari gelirlerde ortaya çıkan faiz riskini ölçmektedir.[131] Gap analizini belirlemede izlenilecek adımlar:

1) Faize Duyarlı Aktif ve Pasif Enstrümanların Belirlenmesi,

2) Finansal Enstrümanların parasal değerinin belirlenmesi,

3) Finansal Enstrümanların vade tarihlerinin veya yeniden fiyatlanma tarihlerinin belirlenmesi,

---

[130] http://www.paftakimi.com/2014/09/gap-analizi-nasl-yaplmaz-1.html , (15.03.2016)

[131] Gözde Özdemir, **Türk Bankacılık Sektöründe Faiz Oranı Riski Algısı Ve Yönetimi**, Ekim 2011, s. 89.

4) Hesap Bakiyelerinin standart zaman dilimlerine yerleştirilmesi,

5) Her ayrı zaman dilimi için aktif ve pasif değerler arasındaki farkların kapatılması.

Gap analizi aşağıdaki iki şekilde hesaplanmaktadır:

GAP = (Faize Duyarlı Aktifler) – (Faize Duyarlı Pasifler)

GAP = (Faize Duyarlı Aktifler) / (Faize Duyarlı Pasifler)

3.5.1.2. Durasyon (Duration) Analiz

Geleneksel risk yönetimi teknikleri içinde faiz oranı riskini ölçmede kullanılan tekniklerden bir durasyon analizidir. İlk olarak bono piyasalarının analizinde kullanılan durasyon analizi, yakın zamanlarda banka bilançolarının analizinde de kullanılmaya başlanmıştır. Durasyon, zaman ağırlıklandırılmış vadedir. Başka bir deyişle, bir bilanço kaleminin durasyonu, o kalemin vadesi boyunca yaratacağı tüm nakit akışlarının bugünkü değerine indirilmiş değerlerinin o nakit akışlarının gerçekleşeceği sürelere göre ağırlıklandırılmış ortalamasıdır.[132]

"Durasyon" analizi, aktifin veya pasifin ortalama vadenin, bireysel vadesinde farklılaşma olasılığını belirlemeye yardımcı olmaktadır. Durasyon, ortalama vadeyi yeniden fiyatlandırma yöntemine göre ağırlıklandıran bugünkü değer olarak ifade edilmektedir. Yanı, Durasyon, Gap analizindeki defter değerinin aksine piyasa değerini ön plana çıkarmaktadır. Sadece net gelirdeki değişme değil aktif ya da pasiflerin fiyatlarındaki değişimi dikkate aldığından Gap analizine göre daha kullanışlı bir analizdir. Ancak onun da kısıtlı olduğu noktalar mevcuttur. Faiz riski dışındaki riskleri ihmal etmektedir, pek detaya girmeden genel inceleme yapmaktadır. Özellikle finansal kesim dışındaki firmalar için uygun değildir. Gösterdiği gelişime rağmen sabit getiri analizleri için Durasyon analizinden daha etkili yöntemler geliştirilmiştir.[133]

---

[132] https://polen.itu.edu.tr/bitstream/11527/5853/1/1721.pdf , (15.03.2016)

[133] K. Evren Bolgun, M. Barış Akçay, **Risk Yönetimi,** 1. Basım, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2003, s. 180.

Bir aktifin ya da pasifin vadesine kadar olan ortalama zamanı ifade eden Durasyon bir aktifin ya da pasifin zaman göre ağırlıklı bugünkü değerinin piyasa değerine oranı olarak hesaplanmaktadır.

Türk bankacılık sistemi bilançosunun en dikkat çekici özelliklerinden biri pasifinin kısa vadeli kaynaklardan, aktifinin ise uzun vadeli varlıklardan oluşmasıdır. Likit olmayan aktif ve pasif kalemlerin vade uyuşmazlığından doğan faiz ve likidite riskinin yönetilmesinde katılımcı bankaların yüzde 88 oranında bir yaygınlıkla durasyon analizi yöntemini kullandığı görülmektedir.[134]

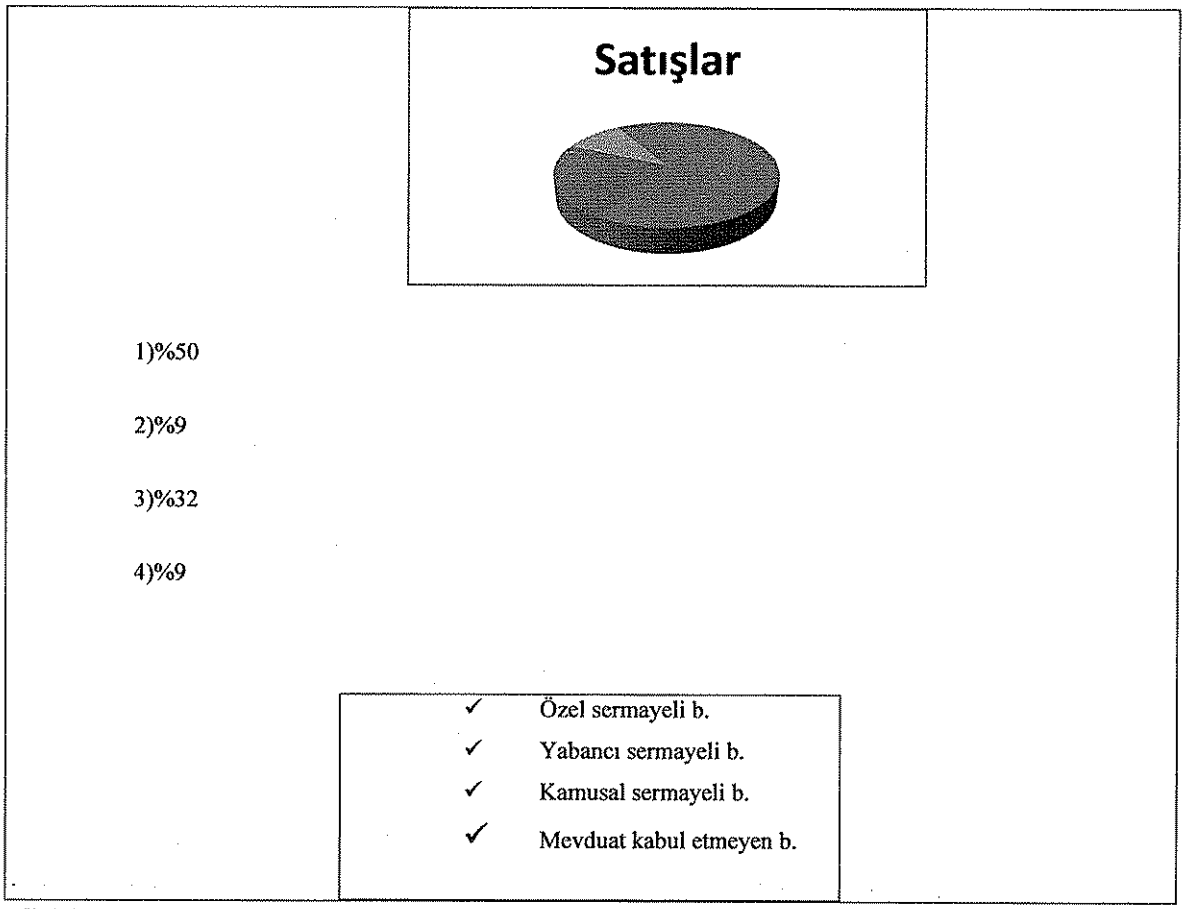
Durasyon değeri; genel olarak vade, getiri oranı ve kupon faiz oranı olmak üzere 3 değişkene bağlıdır. Vade artıkça bononun durasyonu artmaktadır. Ancak getiri oranı artıkça, bononun durasyonu azalmaktadır. Getiri oranı artar ise yakın vadelerdeki kupon ödemelerine nazaran, uzak vadelerdeki kupon ödemelerinin şimdiki değeri daha sert bir şekilde azalacak ve durasyon hesaplanırken kullanılan ağırlık hesabında daha az öneme sahip olacaktır. Bu durumda durasyon eskisine göre azalacaktır. Aynı şekilde diğer tüm özellikleri aynı olan iki bonodan kupon faiz oranı yüksek olan bononun durasyonu diğerine göre daha kısa olacaktır. Kupon faiz oranı yüksek olan bono, uzak vadelere göre yakın vadelerde daha çok ödeme yapmış olacak ve bu durumda ilgili bononun durasyonu diğer bonoya göre daha az hesaplanmış olunacaktır.[135]

Bono portföyü için toplam durasyon hesaplanmak istendiğinde, her bir bononun ortalama vadesi hesaplanıp ağırlıklı ortalamalar toplanmaktadır. Ağırlıklar, her bir kalemin bugüne indirgemiş net değeri toplamına oranı olarak hesaplanmaktadır.

---

[134] Türkiye Bankalar Birliği, **Bankaların Risk Yönetimi Çalışmaları Hakkında Değerlendirme**, Nisan 2004, s. 6.

[135] http://finansrisk.com/2012/02/22/durasyon-faiz-risk/ , (14.03.2016).



Şekil 1. Durasyon analizi kullanan bankaların dağılımı.

Kaynak: Şişman Övünç, **Faiz Orani Getiri Eğrisi Simülasyonu Yöntemleri Ve Bankacilikta Aktif Pasif Yönetimi Üzerine Etkileri: Türkiye'de Ticari Bankalar Üzerine Bir Uygulama,** http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/raporlar/kitaplar/9613dr_sisman.pdf (28.01.2016)

3.5.2. Risk Ölçümünde Modern Yöntemler

Modern portföy teorisi, risk ile getiri arasındaki tercihi hesaplar ve optimum portföy seçimini mümkün hale getirir. Optimum portföy, ya belli bir risk seviyesinde en yüksek beklenen getiriye sahip portföydür ya da belli bir beklenen getiri seviyesindeki en düşük riskli portföydür. Beklenen getiri bir hesap dönemi içerisinde portföyün piyasa değerindeki beklenen değişme miktarıdır. Risk ise, bu beklenen getirinin değişkenliğidir.[136] Risk yönetimi kavramında ise, risk farklı ifade edilir; belli bir zaman içinde belli bir olasılığı geçmeyecek şekilde oluşması beklenen en yüksek zarar miktarıdır. RMD ile risk ölçmek iki adımdan oluşur. Birincisi, bütün pozisyonların

[136] Kızıldağ, **a.g.e.**, s. 15.

piyasa fiyatlarına göre değerlenmesi yapılmasıdır, ikinci adım da piyasa değerinin gelecekteki değişkenliğin tahmin edilmesidir.

3.5.2.1. Değerleme

Finansal ürünler likiditesi yüksek, derinliği olan ikincil piyasada oluşan fiyatlar ile değerlendirilir. Likit ikincil piyasası olmayan yani piyasa fiyatı bulunmayan finansal ürünler ise, denk bir pozisyon haline dönüştürülür ya da ikincil piyasa fiyatları olan parçalara ayrılır. En temel parça vadedir. Bir çok işlem böyle parçaların bir bileşimi olarak tanımlanabilir ve böylelikle işlemler, ilgili nakit akışlarının piyasa değerinin toplamıyla yaklaşık olarak değerlendirilebilir.[137]

İkincil piyasa mevcut olmayan işlemlerden sadece içlerinde opsiyon veya türev işlem bulunmayan portföyler bu basit yöntemle değerlendirilemezler. Bu tür işlemleri değerlendire bilmek için, opsiyon primini etkileyen fiyat ve oranların beklenen volatilitesi, korelasyonları ve bir de opsiyon fiyatlama modeline ihtiyaç vardır. Volatilite, fiyatlar ve oranlardaki belli bir olasılık dahilinde yaşanabilecek potansiyel hareketleri tanımlamaktadır. Korelasyon ise, farklı oranlar ve fiyatlar arasındaki ilişkiyi tanımlayan bir katsayıdır.

3.5.2.2. Simülasyon

Simülasyon ile fiyat ve oranlardaki beklenen değişimler sonucunda portföy değerinin değişimi tahmin edilir. Fiyatlardaki potansiyel değişimler, ya belirli bir senaryo ile ya da fiyatların beklenen volatilite ve korelasyonları ile tanımlanır. Eğer bir pozisyonun değeri tek bir orana bağlı ise, pozisyon değerinin potansiyel değişimi senaryolardaki oranların veya oranın volatilitesinin bir fonksiyonudur. Eğer pozisyonun değeri birden fazla orana bağlı ise, o zaman potansiyel değişim, her senaryodaki oranların kombinasyonunun veya her bir volatilite çiftlerin arasındaki korelasyonun bir fonksiyonu olacaktır.

Toplam pozisyonu elde etmek, simülasyonu gündeme getirir. Toplam pozisyon, her bir işlemin denk hale dönüştürülmesi ve birbirlerine ilave edilmesi ile

[137] Türkiye Bankalar Birliği, **a.g.e.**, s. 3.

tanımlanır. Simülasyon ya cebrisel olarak ya da bir çok fiyat değişme kombinasyonlarının beklenen değer değişimleri ile hesaplanarak yapılır.[138]

3.5.2.3. Optimizasyon

Piyasa fiyatlarındaki tahminleri volatilite ve korelasyon tahminleri ile birleştirerek optimum portföy üretilmektedir. Diğer bir deyişle, kurumun risk tercihlerine bağlı olarak, beklenen getiri ile beklenen risk arasında optimum değişkenlik elde etmesi beklenen bir pozisyon hesaplanmasıdır. Tüm bu işlemlerde volatilitelerin ve korelasyonların tahmin edilmesi hayati bir rol oynamaktadır. Bu tahminler risk tahmini için önemli verilerdir. Özellikle portföy optimizasyonu için önemlidir ve eğer değerleme için pozisyonda likit ikincil piyasa olmayan opsiyonlar var ise gereklidir.

Finansal Evrim: Aktif/Pasif ve Piyasa Riski Yönetimi

Finansal risklerin çeşitliğindeki artışlar, portföylerdeki büyümenin katlanarak artması ve finansal entegrasyon ile gelen global kriz sıklığının artması, APY ve Risk yönetimi ihtiyacını daha da artırmıştır.

3.5.3. Risk Analizi ve Teknikleri

Risk analizinin geniş anlamda uzlaşmış bir tanımı olmamaklar birlikte önerilen tanımlardan biri aşağıda verilmiştir. Bu tanım nitel ve nicel yöntemleri de içine alacak şekilde geniştir. Bu aynı zamanda aşağıda daha detaylı risk analizi tanımını da kapsar.

Risk analizi sistemlerin, içerdiği tehlikelerin ve güvenlik karakteristiklerinin tanımlanması ve değerlendirilmesi amacıyla analiz edilmesidir.

Risk analizi, riske yönelik bir anlayış geliştirmeye yöneliktir. Risk değerlendirme süreci, risklere müdahale edilip edilmemesi ve en uygun müdahale strateji ve yönetimlerine bağlı karalar hakkında çeşitli veriler sunmaktadır. Risk analizi, mevcut kontrollerin varlığı ve etkinliğini göz önüne alarak, tanımlanmış risk olaylarına

[138] Ngai Hang Chan, Hoi Ying Wong, **Simulation Techniques in Financial Risk Management**, Hong Kong, Wiley Edition, 2015, s. 10.

ilişkin olasılığın ve sonuçlarının belirlenmesini içermektedir. Ardından, sonuçlar ve sonuçlara yönelik olasılıklar, risk düzeyinin saptanması için bir araya getirilir.[139]

Risk analizi, risklerin nedeni ve kaynağı, sonuçları ve aynı sonuçların tekrarlanma olasılığı üzerinde durur. Sonuç ve olasılıkları etkileyen faktörlerin saptanması gerekmektedir. Mevcut risk kontrolleri ve bunların verimliliği göz önüne bulundurulmalıdır. Söz konusu analizlere yönelik birçok yöntem bulunmaktadır. Karmaşık uygulamalarda birden fazla tekniğe yer vermek gerekebilir. Normal şartlarda risk analizi; risk düzeyinin ölçülebilmesi için herhangi bir vaka, durum ya da koşuldan doğabilecek olası sonuçların ve bunlarla ilişkili olasılıkların tahmin edilmesini içermektedir.

Risk analizinde kullanılan teknikler üç sınıfta ele alınabilir:

1) Kantitatif (quantitative) Teknikler

2) Kalitatif (qualitative) Teknikler

3) Yarı Kantitatif (quantitative) Teknikler

Kantitatif analiz yönteminde, riskleri hesaplamak için sayısal yöntemler kullanılır. Tehdit' in olma ihtimaline ve tehditin etkisine sayısal değerler verilir ve bu değerler matematik ve mantıksal prosesler kullanılarak bulunmaya çalışılır. Bir başka risk analizi yöntemi de kalitatif yöntemdir. Bu yöntemde analiz riski hesaplanırken ve ifade edilirken nümerik değerler yerine yüksek, çok yüksek gibi tanımlamaya yardımcı değerler kullanılır.

Risk analiz edilirken kullanılan yöntemler kalitatif, yarı kantitatif veya kantitatif olabilmektedir. Gereken ayrıntı düzeyi ise özel uygulamaya, güvenilir verilerin mevcudiyetine ve organizasyonun karar verme gereksinimlerine bağlı olacaktır. Bazı yöntemler ve risk analize ilişkin ayrıntı düzeyi, yasalarca tayin edilebilmektedir.

---

[139] Ahmet Yarız, **Bankacılıkta Risk Yönetimi – Risk Matrisi Uygulaması**, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık, 2012, s. 2.

Kalitatif değerlendirme; "yüksek", "orta" ve "düşük" gibi önem dereceleri yoluyla risklerin sonuçlarını, olasılıklarını ve düzeylerini belirler, sonuçlar ile olasılıkları bir araya getirir ve kalitatif kriterler doğrultusunda nihai risk düzeyini değerlendirir.

Yarı kantitatif yöntemler; sonuç ve olasılıklar için sayısal derecelendirme ölçülerinden faydalanır ve risk düzeyini belirlemek için formül kullanmak suretiyle bunları bir araya getirir. Ölçekler doğrusal veya logaritmik olabilir ya a başkaca türden bir ilişki içerebilir. Kullanılan formüller de değişiklik gösterebilir.

Kantitatif analiz ise sonuçlar ve olasılıklara yönelik uygulamalı değerleri hesaplar ve kapsam geliştirilirken belirlenen özel birimlerdeki risk düzeyi değerlerini ortaya koyar. Tam kantitatif analiz,; analiz edilen sistem veya faaliyete dair yeterli bilgi olunmaması, veri eksikliği, insan faktörlerinin etkileri vb. ya da kantitatif analiz verisinin garanti edilmemesi veya gerekmemesi nedeniyle her zaman mümkün veya cazip olamaya bilmektedir. Bu tür koşullar altında uzmanlar ya da alanında bilgi sahibi olan kimselerce gerçekleştirilen ve risklerin karşılaştırmalı olarak yarı kantitatif veya kalitatif derecelendirmesini içeren bir yöntem tercih edilebilir.[140]

Analizin kalitatif olduğu durumlarda kullanılan tüm terimlerin açık bir şekilde ifade edilmesi ve tüm kriter dayanaklarının kaybedilmesi gerekmektedir. Tam kantitatif analizin uygulandığı durumlarda bile hesaplanan risk düzeylerinin tahminlerden ibaret olduğu bilinmelidir. Kantitatif analiz yapılırken, kullanılan veri ve yöntemlerin doğruluğu ile tutarlığı ve kesinlik düzeyinden emin olmak için gerekli özen gösterilmelidir.

Kalitatif sonuçların güvenirliği, uygulamayı yapan uzman personelin tecrübesine ve deneyimlerine bağlıdır. Bu sebepten dolayı kalitatif teknikler sübjektif olarak değerlendirilir. Tekniklerin büyük bir kısmı kantitatif sonuçlardan yoksundur. Ayrıca kalitatif tekniklerin bir kısmı, sadece bir gözlem niteliğinde olup, ciddi kaza potansiyeli taşıyan durumlar üzerinde etkisiz kalabilirler.

---

[140] Kılıç, **a.g.e.**, s. 32.

Bir işletme içerisinde risk değerlendirilmesi tekniklerinin tümü duruma bağlı olarak kullanılır. Kantitatik ve kalitatif yöntemlerin kullanımı eldeki veriye, risk değerlendirilmesini yapacak olan kişilerin bilgi birikimine ve konu hakkındaki deneyimine, yöntemlerin kullanma becerisine bağlıdır. Risklerin etkin bir şekilde yönetilebilmesi için kantitatif ve kalitatif yöntemlerin uygun bir şekilde harmanlanması gerekir. Sübjektif/deneyime bağlı risk değerlendirme metodolojileri, uzman görüşleri, benzerleriyle karşılaştırma ya da geçmiş deneyimlerden öğrenme gibi bilgi birikimi gerektiren tekniklerdir. Uzman görüşleri ile kalitatif tekniklerde, konunun uzmanı kişilerden olasılıkları ve şiddetin büyüklüğünün ne olduğu bilgisi edinilir.

Risk yönetim prosesinin her adımında uygulanacak metodolojiler, risk yönetiminin planlaması aşamasında seçilmeli ve seçilen metodolojilerinin uygunluğu yönetim tarafından onaylanır. Kullanılacak yöntem bilim, teknik ve gereçler program fazına göre değerlendirilmelidir.[141]

Çoğunlukla risk ve tehlike kavramları aynı anlamda kullanılmaktadır. Oysa bu iki kavram tamamen birbirinden farklıdır. Tehlike kavramının anlamı; belirli koşullar altında zarara yol açabilecek bir özellik veya durumdur. Risk kavramı ise; tanımlanan bir tehlikenin olma ihtimali veya olasılığı ile bu oluşumun etkilerinin büyüklüklerinin bir bileşkesi olarak tanımlanmaktadır.

Başka bir ifadeyle risk, belirli bir zaman aralığında, hedeflenen bir sonuca ulaşmama, kayba ya da zarara uğrama olasılığıdır ve gelecekte oluşabilecek potansiyel problemlere, tehdit ve tehlikelere işaret eder. Riskin iki temel bileşeni vardır;

1. Belirli bir sonuca ulaşmama veya istenilmeyen bir olayın ortaya çıkma olasılığı

2. Riskin ortaya çıkması durumunda sonuca etkisi

Risk = f (olasılık, şiddet)

[141] Yarız, **a.g.e.**, s. 3.

Risk = Tehditin Olma İhtimali * Tehditin Etkisi formülü kalitatif risk analizinin temel formülüdür.

Alınması gereken kararların niteliği ve söz konusu kararlar alınırken kullanılacak kriterler risk değerlendirilmesi oluşturulurken belirlenmiştir. Ancak, belirlenen risk hakkında daha fazla bilgi sahibi olunduğu aşamada daha ayrıntılı bir biçimde yeniden değerlendirme yapılması gerekmektedir.[142]

Riske müdahale edilip edilmeyeceği için en basit veya nasıl müdahale edileceğine yönelik kararlar, risk alma maliyeti ve faydaları ile gelişmiş kontrollerin uygulanmasına ilişkin maliyet ve faydalara dayalıdır.

Bu konuda genel bir yaklaşım, riskleri üç gruba ayırma yönündedir:

a) Faaliyetin getireceği faydalara bakılmaksızın, risk düzeyinin tahammül edilemez olduğunu gösteren ve maliyeti ne olursa olsun riske müdahale gerektiren bir üst bant;

b) Maliyet ve faydaların göz önüne alındığı ve olası sonuçlara karşı olanakların dengelendiği bir orta bant;

c) Risk düzeyinin önemsiz veya risk müdahale önlemlerinin alınmayacağı kadar küçük görüldüğü bir alt bant.

Güvenlik uygulamalarında kullanılan "makul şekilde uygulanabilecek kadar düşük" veya orijinal adıyla ALARP kriter sistemi de bu yaklaşımdan faydalanır. Söz konusu yaklaşımın orta bandında, düşük riskler için maliyet ve faydaların doğrudan kıyaslanabileceği değişken bir ölçek bulunur ve yüksek riskler için, zarar olasılığı düşürme maliyeti elde edilen güvenlik kazancına tamamen orantısız hale gelene dek, bu olasılığın düşürülmesi gerekir.

Riski sıfırlamak mümkün değildir. Ancak kontrol altında tutarak kabul edilebilir seviyeye getirmek mümkündür.

---

[142] Yarız, **a.g.e.**, s. 4.

Risk değerlendirilmesi tamamlandığında; risk müdahalesi, riskin tekrarlanma olasılığını, risklerin etkilerini ya da her ikisini değiştirmeye yönelik bir veya daha fazla seçenek arasından tercih yapmayı, kararlar almayı ve söz konusu seçenekleri uygulamaya koymayı içerir.

Bu süreci, risk düzeyinin yeniden değerlendirilmesini gerektiren döngüsel süreç takip eder. Burada amaç, daha fazla müdahalenin gerekip gerekmediğine karar verilmesi için önceden belirlenmiş olan kriterler doğrultusunda riskin tahammül edilebilirliğini saptamaktır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BİST VE TÜREV PİYASALAR

4.1. BİST' e Genel Bir Bakış

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 30 aralık 2012 tarihinde Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmişti. Bu Kanun'un 138. Maddesine göre, Borsa İstanbul A.Ş. borsacılık faaliyeti yapmak üzere yürürlüğe, bu Kanunun yürürlüğe girmesiyle girmiştir. [143]

SPKn'nun 65 ve devamı maddeleri ile borsaların anonim şirket olarak kurulmalarına ve faaliyette bulunmalarına yönelik düzenlemeler yapılmıştır.[144]

Borsa İstanbul, esas sözleşmesini 3 nisan 2013 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulunca hazırlayıp, ilgili Bakanın onayına sunduktan sonra, tescil ve ilan ettirerek faaliyete başlamıştı. Borsa İstanbul piyasada mevcut olan tüm piyasaları tek çatı altında toplamıştır. [145]

Borsa İstanbul'un esas amaç ve faaliyeti; mevcut Kanun'un hükümleri ve ilgili mevzuat gereğince, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların, sermaye piyasası araçlarının, Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen sözleşmelerin, kıymetlerin ve belgelerin, serbest rekabet altında, kolay ve güvenilir bir şekilde, etkin, şeffaf, rekabetçi, istikrarlı ve dürüst bir ortamda işlem yapmasını sağlamak, bunları alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getirmek veya bir araya gelmelerini kolaylaştırmak, oluşacak fiyatları tespit ve ilan etmek için pazarlar, platformlar, piyasalar ve teşkilatlanmış diğer Pazar yerleri oluşturmak, geliştirmek, kurmak, bunları ve başka borsaları veya başka borsaların piyasalarını yönetmek/işletmek ve bunların dışında ana sözleşmede yazılı olarak yer alan diğer işlerdir. 6362 saylı Sermaye Piyasasına bağlı olarak kurulan Borsa İstanbul özel hukuk tüzel kişiliğine sahiptir.

---

[143] http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda, (21.04.2016)

[144] Borsaların dönüşümüne ilişkin önerileri için bknz. AYYILDIZ, Musa, **Menkul Kıymet Borsalarının Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler**, Ankara: Yeterlik Etüdü, 2000, s.28. http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=451&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf, (16.04.2016).

[145] http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda, (16.04.2016)

Borsa İstanbul yetki çerçevesinde, kendi konu ve alanlarında iç düzenlemeler yapabilmektedir. [146]

BİST' de toplam 416 şirket işlem görüyor.

4.2. BİST' de İşlem Görme Kriterleri

SPK kaydında olan şirketlerin paylarını halka arz etmeden Borsa'da işlem yapması için, II. Ulusal Pazar Genelgesi'nin ''III. İşlem Görecek Paylar ve Pazara Kabul Şartı'' maddesinde yer alan; [147]

a) Yapılacak başvurunun başvuru tarihine kadar şirket tarafından ihraç edilmiş bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde yapılmış olması,

b) Şirketin paylarının tedavülüne engel olacak hiçbir hususun olmaması, ayrıca şirketin hukuki ve mali durumu, faaliyeti, ihraç edecek payların hacmi dikkate alınarak yapılan değerlendirmeler sonucunda şirketin paylarının İkinci Ulusal Pazar'da işlem yapmasına, Borsa Yönetim Kurulu tarafından karar verilmesi,

c) Borsa yönetiminin kabul ettiği geçerli durumlar dışında, son bir yıl içerisinde şirketin faaliyetine üç aydan çok ara verilmemiş olması gerekmekte, tasfiye ve konkordato istenmemiş olması ve Borsa tarafından belirlenen başka benzer durumların yaşanmamış olması,

d) Şirketin ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi 10 milyon TL' e kadarsa sermayenin %15'ine, şirketin çıkarılmış ve ödenmiş sermayesi 10 milyon TL üstü ise sermayenin %5'ne tekabül eden miktarda Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde Borsa'da işlem yapabilecek şekilde kayden oluşturulması,

e) Şirktin üretim ve faaliyetlerini etkileyebilecek önemli hukuki uyuşmazlıklarının bulunmaması, diğer öngörülen koşulların da sağlanması gerekmektedir.

---

[146] http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda, (25.04.2016)

[147] http://www.borsaistanbul.com/sirketler/borsada-islem-gorme/spk-kaydindaki-sirketler/islem-gorme-kriterleri,(25.04.2016)

2013 ocak ayı itibariyle dünyada işlem gören 46 bine yakın şirketin bulunduğu, bunların içerisinden her hangi bir borsada işlem gören fakat o borsanın kurulmuş olduğu ülkeye ait olmayan şirket sayısının ise 3 bin olduğu, Dünya Borsalar Birliği raporunda yer almaktadır. Londra Borsasında işlem gören her 5 şirketten 4'nün yabancı kaynaklı olduğu da bu raporlarda yer almaktadır. [148]

4.3. BİST Endeksleri

Borsa İstanbul piyasada oluşan fiyat hareketlerini takip etmek amacıyla piyasalara ilişkin farklı nitelikte endeks grupları oluşturmaktadır.

Endeksler farklı hesaplanmaktadır. Örneğin, pay endeksleri hesaplanırken hem fiyat hem de getiri endeksi olarak hesaplanmaktadırlar. Ancak fiyat endeksleri sadece fiyattaki değimleri yansıtmaktadır. Getiri endeksleri hesap yaparken hem kar payı ödemelerini hem de fiyattaki değişimleri dikkate alıyor.

Borçlanma araçları, altın, mevduat, fon gibi farklı yatırım araçlarının günlük getirilerini ölçmek amacıyla BIST-KYD Endeksleri adıyla toplamda 29 adet Endeks hesaplanmaktadır. Piyasa tarafından gösterge olarak kullanılan BİST – KYD Endekslerini tümü gün sonlarında hesaplanmaktadır.

Borsa İstanbul, BIST Endeksleri ve Borsa İstanbul piyasa verileri ile ilgili tüm fikri mülkiyet haklarına sahiptir. Bu nedenle, BIST endekslerine dayalı finansal ürün ihraç edilebilmesi ve/veya Borsa İstanbul verileri kullanılarak endeks hesaplanabilmesi için, Borsa İstanbul ile lisans sözleşmesi imzalanması gerekmektedir.[149]

Endeksler temel olarak, içerisinde bulunan hisselerin sektörlerine göre ayrıştırılmıştır. Ülkemizde, Borsa İstanbul da, Bist100 endeksi, Bist30 endeksi ve Bist50 endeksleri vardır. Endekslerin yanlarında yazan rakamlar içerisinde kaç adet hisse bulundurduğunu belirtir.[150]

---

[148] http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1336717-borsa-istanbul-yabanci-sirketleri-listingistanbul-ile-cagiracak/ (24.04.2016)

[149] http://www.borsaistanbul.com/endeksler, (22.04.2016)

[150] http://www.forexcim.com/makale/19/borsa-endeks-nedir.html, (21.04.2016)

Borsa İstanbul Pay Piyasasında BİST 100 Endeksi en temel endeks olarak dikkate alınmaktadır. Endeks, Ulusal Pazarda işlem yapan şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarında işlem yapan gayrimenkul yatırım ortakları ve girişim sermayeli yatırım ortakları arasından seçilen 100 şirketin hisse senedinden oluşmaktadır. BİST 100 endeksi, BİST 30 VE BİST 50 endekslerini de kapsamaktadır. BİST Endeksi de BİST 100 endeksi gibi aynı pazarlarda işlem görmekte, ancak 50 şirketten oluşmaktadır. BİST 50 endeksi BİST 30 endeksini kapsamaktadır. BİST 30 3ndeksi de diğer endeksler gibi aynı pazarda işlem görmektedir. Burada da tek fark işlem yapan şirket sayısının 30 olmasıdır. BİST 10 Banka Endeksi diye farklı bir endeks türü de vardır ki, burada işlem yapan şirket sayısı 10'dur. Şehir endekslerini de aralarına alan farklı endeks türleri de bulunmaktadır. Ancak İstanbul Borsası denilince genelde BİST 100 endeksi dikkate alınmaktadır. [151]

4.4. VİOP

Vadeli işlem sözleşmeleri, belirli bir malı, belirli bir miktarda, önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir zamanda satın alma veya satma hakkı tanımış sözleşme türleridir. Burada işlem yapanlar bir tek tarım ürünleri değil, her türlü finansal göstergeler, sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler veya dövizler olabilir.

21 aralık 2012 tarihinde kurulmuş olan VİOP ilk olarak Pay Vadeli İşlem ve Pay Opsiyon Sözleşmeleri kullanarak işleme açılmıştır. Endeks Opsiyon Sözleşmeleri 5 nisan 2013 tarihinde işlem yapmaya başlamıştır.

VİOP' un kurulmasıyla, Türkiye'de ilk kez tüm piyasaları bir araya toplayan, organize olmuş bir piyasa işleme açılmıştı. VİOP' un açılmasıyla yatırımcıların bu finansal enstrümanlara daha güvenilir bir şekilde yatırım yapması için fırsat yaranmıştı. Opsiyon sözleşmelerinin piyasaya sunulmasından sonra, yatırımcılar bu sözleşmeleri daha düşük maliyetle, kaldıraçlı, farklı strateji izleyerek işlem yapma fırsatı, arbitraj ve korunma gibi bir çok özelliklerinden faydalanabilme imkanına sahip olmuşlar.

[151] http://bankamufettisleri.blogspot.com.tr/2013/07/bist-ve-bist-endeksleri-nedir.html, (22.04.2016)

İzmir merkezli olarak işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri (VOB) 2005 yılından sonra, Borsa İstanbul' un 3 mayıs 2013 tarihli VOB' un %100 hissedarı olmasıyla, 5 ağustos 2013 tarihinde VOB – VİOP birleşmesinin ardından VİOP' a transfer olmuştur. Bu tarihten sonra Türkiye' de tüm vadeli işlemler tek çatı altında, VİOP' ta işlem görmeye başlamıştı.

VİOP' ta 7 adet vadeli işlem sözleşmesi, 3 adet de opsiyon sözleşmesi yer almaktadır.

VİOP 'ta işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri aşağıda verilmiştir:[152]

1) Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri

2) Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri

3) Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri

4) Kıymetli Madenler Döviz Sözleşmeleri

5) Emtia Vadeli Döviz Sözleşmeleri

6) Enerji Vadeli Döviz Sözleşmeleri

7) Yabancı Endeksler Vadeli Döviz Sözleşmeleri

VİOP' ta işlem gören opsiyon sözleşmeleri aşağıda verilmiştir:

1) Pay Opsiyon Sözleşmeleri

2) Pay Endeks Opsiyon Sözleşmeleri

3) Dolar TL Opsiyon Sözleşmeleri

4.4.1. VİOP' ta Teminatlandırma ve Risk Hesabı Sistemi

Piyasa risk yönetimi, piyasada gerçekleştirilen işlemler üzerinden portföy bazında teminatlandırma yöntemi uygulanarak Takasbank tarafından yapılır.

[152] http://www.borsaistanbul.com/sss/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop (27.04.2016)

Takasbank, portföy bazında teminat işlemeleri yaptığı zaman Standard Portfolio Analysis of Risk (SPAN) algoritmasını kullanmaktadır. Portföy bazında teminat hesaplamasına esas teşkil edecek parametreler Takasbank tarafından belirlenmekte ve duyuru yapılmaktadır.

Sürdürme seviyesi teminat tutarının toplam teminat ve geçici kar/zarar toplamına bölünmesi ile elde edilen risk oranı %100'ün üzerindeyse, ilgili hesap "riskli" olarak tanımlanır. (Sürdürme Teminatı, bulunması gereken teminat değerinin %75'idir.)[153]

VİOP'ta emirler üç farklı pazarda girilebilmektedir. Bunlar Ana Pazar, Özel Emir Pazarı ve Özel Emir İlan Pazarıdır.

a) Bu Pazar tipi, normal seans ve fiyat sabitleme seansları sırasında emirlerin eşleştiği Pazar olarak işlem görmektedir. VİOP' ta toplam 13 adet ana Pazar işlem görmektedir.

b) Bu Pazar tipinde Ana Pazarın dışında büyük miktarda emirler işlem görür ve sözleşmeler tek tek tanımlanır. Özel Emir Pazarında işlem yapmak için her iki tarafın emirlerinin de Borsa tarafından onaylanması gerekmektedir. Özel Emir İlan Pazarında da aynı şekilde emirlerin eşleşmesi durumunda, işlemin gerçekleşmesi için Borsanın onay vermesi gereklidir. [154]

4.4.2. VİOP Piyasasının BİST Özelindeki Görünümü

Borsa İstanbul'un VİOP' ta işlem hacmi 2015 yılında %52 artarak tüm zamanların en yüksek değeri olan 90,3 milyon sözleşmeye ulaştı. Aynı yıl içinde piyasada hemen hemen her üründe gerçekleşen işlem hacimleri de en yüksek rakamlara ulaştı. Elektrik Vadeli' İşlem Sözleşmelerinde beş haneli, Döviz Opsiyon, Pay Vadeli İşlem Sözleşmelerinde dört haneli, Döviz Vadeli, Endeks Opsiyon ve Pay Opsiyon Sözleşmelerinde ise üç haneli büyüme oranlarına ulaşıldı.

2015 yılında piyasada toplam işlem hacmi 575 milyar TL' ye ulaşarak rekor

[153] http://www.borsaistanbul.com/sss/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop, (22.04.2016)

[154] http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi (22.04.2016)

kırdı. Bu kadar artışa sebep olan işlemlerin başında, opsiyonların 10 kat artarak 2,6 milyon sözleşmeye ulaştığı, vadeli işlem opsiyonlarının ise %48 artarak 87,6 milyon sözleşmeye ulaştığı gelmektedir. Bu dönemde, günlük açık pozisyon sayısı ortalama olarak %83 artarak rekor gösterici olan 875.314 sözleşmeye ulaşmıştı. Bu büyüme ortalama her üründe yakalanmış, büyüme hızına göre Borsa İstanbul VİOP, dünyanın en hızlı büyüyen türev ürünler piyasası olarak tarihe geçmeyi başarmıştı. [155]

Tüm bu gelişmeler kendisiyle beraber birçok olumlu etkilere neden oldu:[156]

a) Piyasaya yabancı yatırımcıların ilgisinin artması

Yabancıların VİOP ürünlerine olan talepleri 2015 yılında büyük bir artış gösterdi. Gerçekleşen bu artış 2014 yılına kıyasla %122 artarak, yerli yatırımcılarda sağlanan artışın yaklaşıl dört katına çıktı. Toplam işlem hacmindeki yabancıların payı ise %30'a ulaşarak yine rekor kırdı.

b) Döviz vadeli işlemler rekordan rekora koşuyor

VİOP Döviz Vadeli Sözleşmelerin işlem hacmi bu dönem %224 artarak tarihi rekor bir seviye olan 104 milyar TL'ye ulaştı. Döviz Vadeli İşlem hacmi, 2014 yılında da 32 milyar TL'ye ulaşarak yüzde 41 artış göstermişti. Döviz Vadelini bu kadar başarı etmesinin etkenleri olarak; piyasanın iyi bir şekilde analiz edilmesi, gerçekleşen fiyat adımlarının düşürülmesi, uzlaşma fiyatlarında bazı zamanlarda uzlaşmaya gidilmesi, kısa süreli bir ay vadeli sözleşmelerin açılması gibi faktörleri sıralayabiliriz. Döviz Vadelide yabancı yatırımcıların işlem hacimleri 2015 yılında 14 kat artarak, %9'dan %36'a yükselmiştir.

Döviz Opsiyonlarında gerçekleşen artış ise 6.893 oran artarak 4,2 milyar TL' e ulaştı. Innovatif gelir paylaşımına dayalı piyasa yapıcılık uygulaması döviz opsiyonları sözleşmelerdeki alım-satım fiyat makasının' ın daha dar oluşmasını yardımcı oldu. VİOP, dünyanın en önde gelen türev ürünler yayıncısı olan Futures & Options World

[155] VİOP, **VİOP Hakkında Sıkça Sorulan Sorular,** Aralık 2015, s.7.

[156] http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2016/02/08/borsa-istanbul-viop-2015-yilinda-dunyanin-en-hizli-buyuyen-turev-urunler-piyasasi-oldu, (24.04.2016)

(FOW) tarafından verilen ödüllerde, yatırımcılara ve şirketlere şeffaf bir piyasada merkezi karşı taraf güvencesiyle kur riskinden korunma imkanı sunan DolarTL Opsiyon sözleşmesiyle "En Yenilikçi Ürünler" (Most Innovative New Contract) kategorisinde finale kaldı.

c) Ürün çeşitliliği artırıldı

VİOP' ta işlem gören ürün sayısının artırılmasıyla piyasada tek ürüne bağlılık azaltıldı. Toplam işlem hacmi içerisinde Endeks vadeliler dışındaki işlemlerin hacmi %20 oldu. Döviz Vadelinin ise toplam işlem hacmindeki payı %18 olarak rekor bir gelişme gösterdi.

Günlük ortalama açık pozisyon sayısı 2015 yılında %83 artarak rekor gösterici olan 875.314 sözleşmeye ulaştı. Son iki yıl içerisinde günlük açık pozisyon sayısı iki kattan fazla artış gösterdi. Yatırımcıların riskli bir işlemde VİOP' u tercih etmeleri bu artışlardan belli olmaktadır.

Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri %1.198 artarak yine rekor gösterici olan 1,8 milyar TL' e ulaştı. Pay Opsiyonlarında ise bu gösterici %726 artışla 527 milyon TL' e denk gelmektedir. 2015 yılında Pay vadeli sözleşmeler ile opsiyonlarda gerçekleşen artışların sonucu olarak, piyasa yüksek işlem hacmine ulaşırken, yatırımcılar da dar alım satım fiyat aralıklarıyla işlem yapma fırsatına sahip oldular.

Aynı yıl içerisinde, Elektrik Vadelilerde gerçekleşen işlem hacmi %73.997 artarak 301 milyon TL' e ulaştı. 2015 yıl sonu itibariyle, elektrik vadelilerde açık pozisyon sayısı 75 kat artarak 4.127 sözleşme olarak gerçekleşmiş durumdaydı.

Dünya enerji sektöründe yaşanan belirsizlikler, yeni piyasa yapıcılık modeline dahil olan altı piyasa yapıcısı, 16 aya çıkarılan vade sayısı ve Takasbank tarafından sağlanan merkezi karşı taraf güvencesiyle artan likidite sayesinde, enerji şirketlerinin ve müşterilerin VİOP Elektrik sözleşmelerini daha az riskli görmelerine olanak sağlamış, bu sözleşmeleri kullananların sayısının artmasına neden olmuştur.

Borsa İstanbul VİOP, dünyanın en hızlı gelişen türev piyasası olarak, yatırımcıların güvenini kazanmakta, şirketlerin likidite ihtiyaçlarını çözmelerine

yardımcı olmakta, şirketlerin risk yönetimlerine etkili bir yol çizerek büyümeye devam etmektedir.

BİST' de toplam 84 adet şirket VİOP işlem piyasasına üyedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

VİOP İŞLEMİ YAPAN ŞİRKETLER ÜZERİNE ÖRNEK UYGULAMALAR

5. 1. VİOP İşlemi Yapan Şirketler Üzerine Tablo Karşılaştırmalı Örnekler

Borsa İstanbul 2014 yılında Türkiye' de dört farklı piyasada en fazla işlem gören toplamda 12 şirketi ödüllendirdi. Bunlar; Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, Pay Piyasası ile Borçlanma Araçları Piyasası olmak üzere dört grup' ta toplanmıştır. VİOP' ta en fazla işlem gerçekleştiren firmalar sırasıyla İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Garanti Yatırım ve Menkul Değerler A.Ş. olarak açıklanmıştır. Bu çalışmada incelenen şirketlerde de 2014 yılında en fazla işlem hacmi gerçekleştirmiş ilk üç şirket olarak diğer şirketlerin yanı sıra yer almaktadır. Bu şirketler Türkiye'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasına aracılık etmekte hem de kendi şirket bünyelerinde bu işlemleri gerçekleştirmektedirler. Ayrıca çalışmaya BİST'de işlem gören sanayi, hizmet ve perakendecilik sektöründe faaliyet gösteren birer şirket de dahil edilmiştir. Bu şirketlerin seçilmesinde de işlem hacimleri ve mali tablolarında finansal yatırımlar veya türev araçlar kaleminin bulunması belirleyici olmuştur.

Mali tablolar Türk vergi kanunu, Türk ticaret kanunu, sermaye piyasası kanunu vb. kanunlar tarafından bazı şirketlerin tutmakla zorunlu oldukları, bir şirketin dönemsel faaliyetleri sonucu hazırlamak ve yayınlamak (halka açık şirketler, aracı kurumlar vb.) üzere hazırlanan, ilgili şirketin performansını sergileyen, standartlaştırılmış muhasebe kayıtları olarak adlanmaktadır.[157] Başlıca tablolar bilanço, gelir-gider tablosu, nakit akım ve özkaynak değişim tablolarıdır. Bu çalışmada incelenen şirketler bu dört tablo esas alınarak, karşılaştırmalı tablolar yardımı ile açıklanmaya çalışılmıştır. Her bir şirket 2013, 2014 ve 2015 yıllarındaki mali tablo verileri ile ayrı ayrı incelenmiş ve değerlendirilmiştir.

[157] Alan Akdoğan, Nejat Tanker, **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri Kitabı**, 13. Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi, 2010, s.9.

5. 2. İş Yatırım Menkul Değerler A. Ş. Uygulama Örneği

1996 yılında Türkiye'de İş Bankası A.Ş. tarafından İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurulmuştu. Bu yatırım şirketi hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılara hitap ederek, geleneksel alım satıma ilaveten, Yatırım Danışmanlığı, Portföy Yönetimi, Kurumsal Finansman ve Aracılık hizmetleri de işleme açmış durumdadır.

Toplam aktif büyüklüğü 5,4 milyar olan şirket, bulunduğu sektörün 1/3'ni oluşturmaktadır. 2014 yılı verilerine baktığımız zaman şirketin yıl içerisinde toplam 62,9 milyon TL kar elde ettiği gözükmektedir. Şirketin, idare ettiği 18,4 milyar TL büyüklüğündeki portföy yapısı fon pazarının 1/4'ini temsil etmektedir. 21 nisan 2016 tarihli: hisse senedi fiyatı 1 TL'dir.

11.06.2015 Tarihli Ödenmiş/ Çıkarılmış Sermaye – 355.000.000 TL

10.05.2013 Tarihli Kayıtlı Sermaye Tavanı – 600.000.000 TL

Bu rakamlar, sermaye artırımı süreçlerinde, ortaklık payları düzenlendiğinde, rüçhan hakları kullanıldığında veya bedelsiz sermaye artırmasına ilişkin yatırımcılar tarafından herhangi bir hesap hareketlerine göre yeniden güncellenmektedir. Bu işlemlere bağlı olarak şirketin tablosu her güne özel değişim göstermektedir. Bu tablo 16.04.2016 bilgileri esasında düzenlenmiştir.

Tablo 5: İş Yatırım Menkul Değerler, Sermayede Doğrudan %5 veya Daha Fazla Paya veya Oy Hakkına Sahip Gerçek ve Tüzel Kişiler

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Ortağın Ticaret Unvanı/Adı Soyadı	Nominal Değer (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Oy Hakkı Oranı (%)
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	237.100.883,33	66,79	66,79
UBS AG LONDON BRANCH	18.088.303,00	5,10	5,10
Diğer	**99.810.813,67**	**28,12**	**28,12**
TOPLAM	**355.000.000,00**	**100,00**	**100,00**

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu, **http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=1457** (20.04.2016)

Tablo 6: İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi ve Bağlı Ortaklıklar, 2013 – 2015 Bilanço Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

VARLIKLAR	CARİ DÖNEM 31 ARALIK 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2013
DÖNEN VARLIKLAR	5.541.888.124	5.186.366.104	4.784.636.931
DURAN VARLIKLAR	233.402.494	168.774.314	150.728.636
TOPLAM VARLIKLAR	5.775.290.618	5.355.140.418	4.935.365.567
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.583.443.651	4.294.968.126	3.907.840.915
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	175.485.784	102.195.440	110.101.690
ÖZKAYNAKLAR	908.207.649	957.976.852	917.422.962
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	558.176.497	557.338.743	518.469.654
TOPLAM KAYNAKLAR	5.775.290.618	5.355.140.418	4.935.365.567

Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi Ve Bağlı Ortaklıkları, **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=1457 (20.04.2016)

Şirketin finansal durum tablosuna baktığımız zaman 2013 yılında baz yıla göre dönen varlıklarda 401.729.173 TL artış gözükmektedir. Oran olarak yaklaşık %9'luk bir artış gözükmektedir. Bu da likidite durumunun baz yıla göre daha iyi bir durum olduğunu gösteriyor. 2015 yıl verilerine baktığımız zaman 757.251.193 TL'lik bir artış gözüküyor. Bu da, 2013 yılına kıyasla %16'lık bir artış, 2014 yılına göre %7'lik bir artışa denk gelmektedir. Şirketin geçtiğimiz yıllarda likidite durumu daha iyi duruma gelmiştir.

Baz yıla göre 2014 yılında Dönen Varlıklarda 401.729.173 TL artış göstermiş, 2015 yılında Duran Varlıklar ise 18.045.678 TL artmıştır. Bu da işletmenin yatırım politikasından ziyade likidite politikası izlediğini göstermektedir. 2015 yılında da aynı şekilde bir hesap yaptığımız zaman baz yıla göre %16'lık yani 757.251.193 TL Dön. Var. artış gözüküyor. Duran Varlıklara baktığımız zaman ise 82.673.858. TL'lik bir artış gözüküyor. Bir önceki yılın baz yıla göre artışından çok daha fazla olsa da bu rakam yine yatırım politikası likidite politikasının gerisinde kalıyor.

Özkaynaklara dikkat ettiğimiz zaman, 2014 yılında 40.553.890 TL'lik artış gözükmektedir. Bu da şirketin Finansal Politikasında kısa vadeli borçlara öncelik verdiğini ve özkaynaklarını artırmaya çalışmasıdır. 2015 yılını baz yıla göre incelediğimiz zaman yine kısa vadeli borçlarda 675.602.736 TL bir artış gözükmektedir. 2014 yılından daha fazla artışın gerçekleştiği bu yılda, uzun vadeli borçlarda da 65.384.094 TL' lik bir artış gözükmektedir. 2015 yılında özkaynaklarda 2014 yılının aksine 9.215.313 TL' lik azalış gözüküyor. Bu da şirketin 2015 yılında borçlara daha fazla başvurduğunu göstermektedir.

Şirketin 2014 yılında baz yıla göre toplam varlıklarında 419.774.851 TL artış, toplam kaynaklarındaki artışla aynı büyüklüktedir. Varlıklarda Dönen Varlıkların baz yıla göre artışının en belirgin nedenleri nakit ve nakit benzerlerinde gözüken %20'lik bir artıştır. Ayrıca satış amacıyla elde tutulan varlıklarda da görülen %85'lik bir artış buna neden olmaktadır. Duran Varlıklardaki artışa neden ise Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlardaki 17.208.918 TL'lik bir artış ile, Finansal yatırımlardaki gözüken %48'lik bir artış neden olmaktadır. KVYK' daki artışa neden Finansal borçlarda gözüken %14'lük bir artış neden olmaktadır. Özkaynaklardaki artışın nedenleri genellikle ana ortaklığa ait özkaynaklardaki 38.869.089 TL'lik bir artışla, değer artış fonlarındaki %21'lik bir artış neden olmaktadır.

Şirketin her geçen yıl yabancı para çevrim farklarından elde ettiği kazancın da arttığı gözlenmektedir. 2013 yılında 3.246.166 TL olan miktar 2015 yılına geldiği zaman yaklaşık 2 katlık bir artış göstermiştir. Bu da şirketin vadeli işlem sözleşmelerine fazla önem verdiğini göstermektedir.

Tablo 7: İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi Ve Bağlı Ortaklıkları, 2013 – 2015 Gelir Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER	CARİ DÖNEM 31 ARALIK 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2013
SATIŞ GELİRLERİ	**57.757.439.716**	**63.555.604.344**	**68.512.582.790**
SATIŞLARIN MALİYETİ	**(57.379.907.146)**	**(63.155.299.418)**	**(68.124.074.185)**
Esas faaliyetlerden faiz ve vadeli işlem gelirleri	127.192.852	134.391.462	104.691.966

Hizmet gelirleri, net	136.005.906	112.871.230	126.806.343
Esas faaliyetlerden diğer gelirler, net	48.308.047	42.967.509	27.192.761
BRÜT KAR	**377.532.570**	**400.304.926**	**388.508.605**
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri	(81.076.681)	(68.581.520)	(54.235.282)
Genel yönetim giderleri	(229.548.572)	(194.960.312)	(189.263.637)
Araştırma ve geliştirme giderleri	(3.854.297)	(2.984.040)	(3.678.774)
Diğer faaliyet gelirleri	8.764.294	8.936.178	5.697.207
Diğer faaliyet giderleri	(17.248.875)	(11.020.823)	(10.023.911)
FAALİYET KARI	**54.568.439**	**131.694.409**	**137.004.208**
Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımların kar / (zararlarındaki) paylar	(734.104)	(291.082)	4.300.659
Esas faaliyet dışı finansal gelirler	35.568.671	33.298.995	32.506.674
Esas faaliyet dışı finansal giderler	(55.664.047)	(64.210.475)	(36.656.758)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI	**33.738.959**	**100.491.847**	**137.154.783**
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri	**(11.330.589)**	**(7.921.637)**	**(11.842.480)**
Dönem vergi gideri	(3.739.170)	(2.875.175)	(31.943.377)
Ertelenmiş vergi geliri/(gideri)	(7.591.419)	(5.046.462)	20.100.897
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI	**22.408.370**	**92.570.210**	**125.312.303**
Kontrol gücü olmayan paylar	(18.067.049)	29.674.440	54.499.023
Ana ortaklık payları	40.475.419	62.895.770	70.813.280
Sürdürülen faaliyetlerden hisse başına kazanç	0,1140	0,1894	0,2133
Toplam faaliyetlerden adi ve seyreltilmiş hisse başına kazanç	0,1140	0,1894	0,2133

Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi Ve Bağlı Ortaklıkları, **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** **http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=1457** (20.04.2016)

Satış gelirlerinin artmasına neden 2014 yılında baz yıla göre satışların maliyetlerinde meydana gelen %9'luk bir düşüştür. 2015 yılı için bu rakam %16' a kadar çıkmaktadır. Brüt karlardaki azalmaya neden 2015 yılında pazarlama satış ve dağıtım giderlerinde harcamaların %50'lik bir artış neden olmaktadır. Faaliyet karlarındaki azalmaların nedeni baz yıla göre her geçen yıl özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlardaki zararın artması ve esas faaliyet dışı giderlerin artmasından kaynaklanmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmesi yapan şirketin bu sözleşmelerden elde ettiği kar her geçen yıl artmaktadır. 2013 yılı itibariyle 104.691.966 TL olan miktar 2015 sonu itibariyle 22.500.886 TL artış göstermiştir. Bu rakam yaklaşık olarak %22'e denk gelmektedir. Bu da şirketin esas faaliyet konusu olan vadeli işlem piyasalarında başarısını göstermektedir.

Tablo 8: İş Yatırım Menkul Değerler Ve Bağlı Ortakları, 2013 - 2015 Yılına Ait Özkaynak Değişim Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Ödenmiş Sermaye	Pay İhraç Primleri/İskontoları	Yabancı Para Çevirim Farkları	Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazanç/Kayıpları	Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	Net Dönem Karı/Zararı	Diğer Yedekler	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	Kontrol Gücü Olmayan Paylar	Özkaynaklar
31 Aralık 2013 İtibariyle Bakiyeler	310.500.000	1.302.324	3.246.166	4.653.440	31.777.604	94.423.077	70.813.280	1.753.763	518.469.654	398.953.308	917.422.962
31 Aralık 2014 İtibarıyla Bakiyeler	332.000.000	1.302.324	3.515.335	6.048.552	37.981.429	111.841.570	62.895.770	1.753.763	557.338.743	400.638.109	957.976.852
31 Aralık 2015 İtibarıyla Bakiyeler	355.000.000	1.302.324	6.485.838	10.670.768	46.092.582	96.395.803	40.475.419	1.753.763	558.176.497	350.031.152	908.207.649

Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi Ve Bağlı Ortaklıkları, **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=1457 (20.04.2016)

Şirketin özkaynak değişim tablosunu incelediğimiz zaman baz yıla göre şirketin ödenmiş sermayesinde her geçen yıl artış olmaktadır. Ödenmiş sermayenin artmasına neden şirketin 2014 ve 2015 yıllarında sermaye artırımı yapmasıdır. Şirketin yabancı para çevrim farklarından da kazanç sağladığı gözükmektedir. Esas faaliyet konusu vadeli işlemler olan şirketin, bu çalışmalardan kazanç elde ettiği tablodan anlaşılmaktadır. Yeniden değerlendirme ve sınıflandırılmalardan şirketin kazancı baz

yıla göre 2014 yılında %30, 2015 yılında %130 artım göstermiştir. Bu kesimde şirketin toplam kapsamlı gelirlerinin artması olumlu etki yaratmaktadır. Kardan ayrılan yedekler kısmında da 2014 ve 2015 yıllarında ayrılan transferlere bağlı olarak artım olmuştur. Şirketin geçmiş yıllara bağlı kar ve zararlarını incelediğimiz zaman da yine transferlerin artmasına bağlı olarak artım olmuştur. Tam kapsamlı gelirlerdeki azalmalar net dönem karına etki etmektedir. Şirketin ana ortaklığa ait özkaynakları toplam kapsamlı gelirlere bağlı olarak 2014 yılında %7, 2015 yılında %8 artış göstermiştir. Kontrol gücü olmayan paylar baz yıla göre 2014 yılında artış gösterse de 2015 yılında yeniden düşüşe geçmiştir. Son olarak şirketin genel özkaynaklarına baktığımız zaman baz yıla göre 2014 yılında %4 artış olsa da 2015 yılında ödene temettülere bağlı olarak bu rakam negatif bir durum sergilemiştir.

Tablo 9: İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi Ve Bağlı Ortaklıklar, 2013 - 2015 Tarihleri Arası Nakit Akım Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	CARİ DÖNEM 31 ARALIK 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2013
A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIMLARI	(136.427.783)	(50.674.078)	85.987.103
DÖNEM KARI	22.408.370	92.570.210	125.312.303
B. YATIRIM FAALİYETELRDİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	104.703.120	3.677.792	(102.910.233)
C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	(137.362.207)	515.727.821	232.141.698
YABANCI PARA ÇEVİRİM FARKLARININ ETKİSİNDEN ÖNCE NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ (A+B+C)	(169.086.825)	468.731.535	215.218.568
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ (A+B+C+D)	(166.116.322)	469.000.704	217.312.474
E. DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	2.895.311.910	2.426.311.206	2.208.998.732
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ (A+B+C+D+E)	2.729.195.588	2.895.311.910	2.426.311.206

Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi Ve Bağlı Ortaklıkları, **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,**

http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=1457 (20.04.2016)

İşletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akımlarındaki azalışa neden 2014 yılında baz yıla göre %28'lik artışla, 2015 yılında baz yıla göre gözüken %83' lük dönem karındaki bir azalış neden olmaktadır. Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışlarındaki artımın nedeni ise 2014 yılında baz yıla göre gözüken finansal yatırımlardan kaynaklanan artışlar neden olmaktadır. Aynı durum 2015 yılı için de geçerlidir. Finansal faaliyetlerdeki nakit akışlarının azalma nedenleri ödenen temettülere harcamaların artması neden olmaktadır. Ayrıca finansman bonosu ödemelerine ilişkin nakit çıkışlarındaki 2014 yılda gözüken %44' lük artışla, 2015 yılında gözüken yaklaşık 2 katlık bir artış sebep olmaktadır.

Nakit tablosunu incelediğimiz zaman yabancı para çevrim farklarının nakit ve nakit benzeri üzerindeki etkisinin nakit tablosu üzerinde önemli bir yer sağladığı gözükmektedir. Özellikle de 2015 yılı verilerine baktığımız zaman (169.086.825 TL) olan rakamın pozitif 2.970.503 TL kadar arttığı gözükmektedir. Bu da şirketin vadeli işlem sözleşmelerinde ne kadar başarılı olduğunu göstermektedir.

Dönem sonu kara baktığımız zaman ise 2014 yılında baz yıla göre %19, 2015 yılında %13'lük artım gözükmektedir.

5. 3. TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A. Ş. UYGULAMA ÖRNEĞİ

BNP Paribas Personal Finance ve TEB Mali Yatırımlar A.Ş. ortaklığı olan TEB Finansman A.Ş. (TEB Cetelem), Türkiye' de 1995 yılından bu yana faaliyet gösteren bir tüketici finansman şirketidir.

Şirketin Fiili Faaliyet Konusu: Taşıt kredisi ve taşıt kredisi ile birlikte sunulan ürünlerin finansmanına aracılık ederek otomotiv sektörünün gelişimi ve büyümesine hizmet etmekte, otomobil markalarının ve bu markaların yetkili satıcı ağlarının satışlarının artması için çeşitli finansal çözümler sunmaktadır.

Sermaye Piyasası Aracının işlem gördüğü pazar ve şirketin dahil olduğu endeksler: Borçlanma Araçları Piyasası – (Nitelikli Yatırımcılar Arasında İşlem Gören).

Şirketin Ödenmiş/Çıkarılmış Sermayesi 19.03.2014 tarihli : 71.626.000 TL

Şirket 19.03.2014 tarihli olarak kayıtlı sermaye sisteminden çıkmıştır.

Tablo 10: TEB Finansman A. Ş. Sermayeyi Temsil Eden Paylara İlişkin Bilgi

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Ortağın Ticaret Unvanı/Adı Soyadı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
BNP PARIBAS PERSONAL FINANCE A.Ş.	61,300,797	85,58
TEB HOLDİNG A.Ş.	10,325,200	14,41
TOPLAM	**71.625.997**	**99.99**

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu, http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=2147

Tablo 11: TEB Finansman A. Ş., 2013 - 2015 Bilanço Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

AKTİF KALEMLER	CARİ DÖNEM 31 ARALIK 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2013
NAKİT, NAKİT BENZERLERİ VE MERKEZ BANKASI	226.576	101.646	2.140
BANKALAR	11.241	84.226	79.010
FİNANSMAN KREDİLERİ	2.864.163	1.938.228	1.632.690
AKTİF TOPLAMI	3.235.629	2.196.244	1.775.761
Pasif Kalemler	CARİ DÖNEM 31 ARALIK 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2013
ALINAN KREDİLER	2.819.677	1.898.412	1,530,235
İHRAÇ EDİLEN MENKUL KIYMETLER (Net)	61.408	50.128	50,785
DİĞER BORÇLAR	2.849	4.432	802
DİĞER YABANCI KAYNAKLAR	8.043	6.448	4,647
ÖDENECEK VERGİ VE YÜKÜMLÜLÜKLER	9.600	5.518	4,205
BORÇ VE GİDER KARŞILIKLARI	57.642	45.453	15,844
ERTELENMİŞ GELİRLER	106.898	49.876	34,625
CARİ DÖNEM VERGİ BORCU	8.855	3.108	2,101

ARA TOPLAM	3.074.972	2.063.375	1,643,244
ÖZKAYNAKLAR	160.657	132.869	132,517
PASİF TOPLAMI	3.235.629	2.196.244	1,775,761

Kaynak: TEB Finansman A. Ş., **31 Aralık 2015 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetim Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=2147 (21.04.2016)

Şirketin aktiflerini incelediğimiz zaman bankalardan olan alacakların 2015 yılında minimuma düşürüldüğü gözükmektedir. 2013 yılında 79.010 TL olan alacaklar 2015 yılında yaklaşık 7 kat azalarak 11.241 TL ulaşmıştır. Şirketin tüketicilere sağladığı kredi miktarları yaklaşık 9 kat artış göstererek 2015 yılında 953.937 TL ulaşmıştır. Kredi kartlarını kullanımından sağlanan fayda ise 2014 yılında düşüş gösterse de 2015 yılında yeniden artışa geçmiş ve ortalama %30 başarı sağlamıştır. Şirketin takipteki alacaklarında da çok küçük de olsa artış sağladığı gözükmektedir. Genel olarak şirketin aktiflerinde sağladığı başarı 2013 yılına oranla 2014 yılında %24, 2015 yılında ise %47'lik bir artış göstermiştir.

Pasif kalemlere baktığımız zaman ise alınan kredilerde baz yıla göre 2014 yılında %24' lük, 2015 yılında yaklaşık 2 kat artış gözükmektedir. İhraç edilen menkul kıymetlerdeki artışların tamamı her yıl çıkarılan tahvillerden kaynaklanmaktadır. Şirketin burada da vadeli işlem sözleşmelerine ağırlık vererek nakit sağlamak için tahvil çıkartma yöntemi izlediği gözükmektedir. Tahvil çıkartma yöntemi 2015 yılında 61.408 TL olarak son üç yıl için maksimum düzeye ulaşmıştır.

Devlete ödenecek vergi ve yükümlülüklerdeki artış da 2013 yılına kıyasla 2015 yılında 2 kattan fazla artış göstererek 9.600 TL ulaşmıştır. Borç ve gider karşılıklarındaki artışlara neden çalışan hakları yükümlülüğü karşılığı ve diğer karşılıklarda gözüken artışlardır. Diğer artışlarda 2014 yılında yaklaşık 3 kat, 2015 yılında yaklaşık 4 katlık bir artış gözükmektedir. Özkaynaklar' daki artışın nedeni diğer kapsamlı gelirlerden ve kar yedeklerindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Hisse senedi paylar için hiç bir ödeme olmadığı için oto finansmanı daha iyi bir durumdadır.

Tablo 12: TEB Finansman A. Ş. 2013 - 2015 Dönemine Ait Gelir Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	CARİ DÖNEM 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 2013
ESAS FAALİYET GELİRLERİ	**307.765**	**218.227**	**199.598**
FİNANSMAN KREDİLERİNDEN GELİRLER	**307.765**	**218.227**	**199.598**
A) Finansman Kredilerinden Alınan Faizler	288.722	194.689	174.15
B) Finansman Kredilerinden Alınan Ücret ve Komisyonlar	19.043	23.538	25.440
FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	**(241.128)**	**(161.908)**	**(141.268)**
A) Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	(213.488)	(141.159)	(123.612)
D) İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	(9.801)	(5.811)	(2.713)
F) Verilen Ücret ve Komisyonlar	(17.839)	(14.938)	(14.943)
BRÜT K/Z	**66.637**	**56.319**	**58.330**
ESAS FAALİYET GİDERLERİ (-)	**(28.544)**	**(23.161)**	**(28.942)**
A) Personel Giderleri	(10.849)	(8.972)	(7.816)
B) Kıdem Tazminatı Karşılığı Gideri	(221)	(187)	(158)
D) Genel İşletme Giderleri	(15.796)	(12.849)	(11.240)
E) Diğer	(1.678)	(1.153)	(9.728)
BRÜT FAALİYET K/Z	38.093	33.158	29.388
DİĞER FAALİYET GELİRLERİ	231.559	167.993	23.200
A) Bankalardan Alınan Faizler	10.886	8.630	3.956
F) Kambiyo İşlemleri Kârı	204.855	150.133	7.45
G) Diğer	15.818	9.230	11.790
TAKİPTEKİ ALACAKLARA İLİŞKİN ÖZEL KARŞILIKLAR (-)	**(7.407)**	**(37.485)**	**(4.430)**
DİĞER FAALİYET GİDERLERİ (-)	**(228.826)**	**(155.155)**	**(7.455)**
C) Türev Finansal İşlemlerden Zarar	-	-	(1.763)
D) Kambiyo İşlemleri Zararı	(204.934)	(150.161)	(5.692
E) Diğer	(23.892	(4.994)	-
NET FAALİYET K/Z	**33.419**	**8.511**	**40.703**
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ K/Z	**33.419**	**8.511**	**40.703**
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ KARŞILIĞI (±)	**(5.752)**	**(8.173)**	**(7.988)**
A) Cari Vergi Karşılığı	(15.344	(10.732)	(9.935)
C) Ertelenmiş Vergi Gelir	9.592	2.559	1.947

Etkisi (-)			
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM NET K/Z	**27.667** -	**338**	**32.715**
NET DÖNEM KARI/ZARARI	**27.667**	**338**	**32.715**
A) Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	0,000386	0,000005	0,000457
DÖNEM KARI/ZARARI			
DİĞER KAPSAMLI GELİRLER	**27.667**	**338**	**32.715**
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	121	14	18
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları	121	14	91
Diğer Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelir Unsurları	151	18	114
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacaklar	(30)	(4)	(23)
Yabancı Para Çevirim Farkları	-	-	(73)
Yurtdışındaki İşletmeye İlişkin Yatırım Riskinden Korunma Gelirleri/Giderleri	-	-	(91)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler	-	-	18
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-	-	18
TOPLAM KAPSAMLI GELİR (I+II)	**27.788**	**352**	**32.733**

Kaynak: TEB Finansman A. Ş., **31 Aralık 2015 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetim Raporu, http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=2147** (21.04.2016)

Esas faaliyet gelirlerinde baz yıla göre 2014 yılında %9' luk bir artış, 2015 yılında %54' lük bir artış gözükmektedir. Finansman kredilerinden kaynaklanan gelirlerin artmasına neden finansman kredilerinden alınan faizlerdeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Kredilerden alınan ücret ve komisyonlarda ise gittikçe azalan bir rakam gözükmektedir. Ayrıca şirketin faaliyet alanının vadeli işlem sözleşmesi olması şirketin kendi alanında sağladığı başarıyı göstermektedir.

Şirketin finansman gelirleri gibi finansman giderlerindeki harcamalarda her geçen yıl artmaktadır. Şirketin kendi yönetimi için çektiği kredilere ödenen faizler 2015 yılında 2013 yılına kıyasla yaklaşık 2 katlık bir artış göstermektedir. Şirketin ihraç ettiği

menkul kıymetler için ödediği faiz miktarları ise 2013 yılına kıyasla 2014 yılında %114, 2015 yılında ise %261'lik bir artış göstermiştir. Şirketin esas faaliyet giderleri için yaptığı harcamalarda çok da önemli artışlar olmamıştır. Esas faaliyet giderlerindeki artışlara neden personel giderleri ve kıdem tazminatı karşılığı giderlerinde gözüken artışlardır. 2015 sonu olarak şirketin son 3 yılda elde ettiği net karında azalma olmuştur. Baz yıla göre bu rakam 5.048 TL' e karşılık gelmektedir.

Tablo 13: TEB Finansman A. Ş. 2013 – 2015 Tarihli Özkaynak Değişim Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Ödenmiş Sermaye	Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	Kar Yedekleri	Yasal Yedekler	Olağanüstü Yedekler	Dönem Net Kar veya Zararı	Toplam Özkaynak
Dönem Sonu Bakiyesi 31 Aralık 2013	71.626	91	28.086	1.428	26.658	32.715	132.518
Dönem Sonu Bakiyesi 31 Aralık 2014	71.626	105	60.800	3.064	57.736	338	132.869
Dönem Sonu Bakiyesi 31 Aralık 2015	71.626	226	60.800	3.081	58.057	27.667	160.536

Kaynak: TEB Finansman A. Ş., **31 Aralık 2015 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetim Raporu, http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=2147** (21.04.2016)

Şirketin özkaynaklar tablosunu incelediğimiz zaman şirketin sınıflandırılamayacak gelir ve giderleri kısmında 2014 yılında baz yıla göre %15, 2015 yılında %148 artım gözükmektedir. Kar yedekleri kısmında kar dağıtımından kaynaklanan artım 2015 yılında sabit kalmaktadır. Yasal yedekler kalemine baktığımız zaman burada da kar dağıtımına bağlı olarak baz yıla göre 2014 yılında yaklaşık %114, 2015 yılında %115 artış olmuştur. Şirketin yedeklere aktarılan tutarlarına bağlı olarak olağanüstü yedekler kısmında 2014 yılında %116, 2015 yılında %118 artım olmuştur. Dönem net kar zarar kalemine baktığımızda ise 2014 yılında çok büyük 31.377 TL yaklaşık %98 oranında bir azalma söz konusudur. Fakat şirket 2015 yılında karlarını artırarak 27.677 TL kar elde etmiştir. Vadeli işlem sözleri yapan şirketin 2015 yılında sağladığı kar esas faaliyetlerden elde edilmektedir. Dönem sonu olarak şirketin toplam

özkaynaklardaki baz yıla göre 2014 yılında %0,26, 2015 yılında %21 artım sağlamıştır. Özkaynaklardaki artım şirketin dönem sonu olarak sağladığı karlara bağlı olmaktadır.

Tablo 14: TEB Finansman A. Ş. 2013 – 2015 Nakit Akış Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	CARİ DÖNEM 1 OCAK 31 ARALIK 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 1 OCAK 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 1 OCAK 31 ARALIK 2013
ESAS FAALİYETLERE İLİŞKİN NAKİT AKIŞLARI			
NAKİT AKIŞLARI 1.1Esas Faaliyet Konusu Aktif ve Pasiflerdeki Değişim Öncesi Faaliyet Kârı	174.786	72.645	32.451
II.Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit Akımı	(1.844)	(1.513)	(978)
C.FİNANSMAN FAALİYETLERİNE İLİŞKİN NAKİT AKIMLARI			
VII. Dönem Sonundaki Nakit ve Nakde Eşdeğer Varlıklar	237.817	185.872	91.081

Kaynak: TEB Finansman A. Ş., **31 Aralık 2015 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetim Raporu, http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=2147** (21.04.2016)

Şirktin nakit akım tablosuna baktığımız zaman faaliyet karlarının her geçen yıl arttığı gözükmektedir. Nakit akışlarından 2013 yılına göre 2014 yılında %123, 2015 yılında %438' lik bir artış sağlanmıştır. Nakit akışlarındaki bu kadar fazlalığın en önemli nedeni alınan faizlerdeki artış olmaktadır. Aktif ve pasif değişimlerinde gözüken yaklaşık 5 katlık azalmaya neden ise finansman kredilerindeki azalışlardan kaynaklanmaktadır.

Şirketin yatırım politikasını izlediğimiz zaman ise genelde menkul ve gayrimenkullere yatırım yapıldığı gözükmektedir. Son olarak dönem sonundaki nakit ve nakde eşdeğer varlıklarda 2014 yılında baz yıla göre yaklaşık 2 kat, 2015 yılında 2 buçuk kadar artış gözükmektedir. Şirketin dönem sonunda elde ettiği Nakit ve Nakit Benzerlerinde baz yıla göre 2014 ylında 2, 2015 yılında yaklaşık 2,6 katlık bir artış vardır. Bu da şirketin gelirlerini artması demektir.

5. 4. GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. UYGULAMA ÖRNEĞİ

Garanti Yatırım Ortaklığı Garanti Bankası'nın % 100 iştiraki ile olup 1991 yılından hizmet vermeye başlamıştır. Garanti Yatırım, kurumsal finansman, araştırma, sermaye piyasaları aracılık faaliyetleri, hazine ürünleri ve foreks piyasalarında yerli/yabancı müşterilerine hizmet sunmaktadır

Garanti Yatırım, 2007, 2008, 2009, 2010 ve 2011 yıllarında beş yıl üst üste Global Finance dergisi tarafından "En İyi Yatırım Bankası" ödülüne layık görülmüştür.

Bulunduğu Sektörü - Mali Kuruluşlar / Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Fiili Faaliyet - Portföy İşletmeciliği

Sermaye Piyasası Aracının İşlem Gördüğü Pazar ve Şirketin Dahil Olduğu Endeksler -Kolektif Yatırım Ürünleri Ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı -BİST Kurumsal Yönetim / -BİST Menkul Kıymet Yat.Ort.

Şirketin Ödenmiş/Çıkarılmış Sermayesi 05.08.2013 tarihli - 32.000.000 TL dir. Şirketin Kayıtlı Sermaye Tavanı 25.12.2008 tarihli - 100.000.000 TL

Tablo 15: Garanti Yatırım Ortaklığı A. Ş., Sermayede Doğrudan %5 veya Daha Fazla Paya veya Oy Hakkına Sahip Gerçek ve Tüzel Kişiler

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Ortağın Ticaret Unvanı/Adı Soyadı	Nominal Değer (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Oy Hakkı Oranı (%)
BURAK SEVİNDİK	6.094.810,00	19,05	0,01
GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	1.057.451,36	3,31	99,97
Diğer	24.847.738,64	77,65	0,03
TOPLAM	**32.000.000,00**	**100,00**	**100,00**

Kaynak: Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihi İtibariyle Hazırlanan Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=961 (22.04.2016)

Tablo 16: Garanti Yatırım Ortaklığı A. Ş. 2013 - 2015 Bilanço Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

VARLIKLAR	CARİ DÖNEM 31 ARALIK 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2013
DÖNEN VARLIKLAR	35.139.891	36.194.357	34.431.211
DURAN VARLIKLAR	32.332	102.220	160.767
TOPLAM VARLIKLAR	35.172.223	36.296.577	34.591.978
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	176.663	202.064	259.739
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	172.384	129.165	119.000
ÖZKAYNAKLAR	34.823.176	35.965.348	34.213.239
TOPLAM KAYNAKLAR	35.172.223	36.296.577	34.591.978

Kaynak: Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihi İtibariyle Hazırlanan Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=961 (22.04.2016)

Şirketin dönen varlıkları baz yıla göre 2014 yılında 1.763.146 TL yani %5'lik bir artış göstermiştir. Aynı şekilde 2015 yılında da baz yıla göre 708.680 TL yani %2'lik bir artış sağlanmıştır. Artışlar genellikle nakit ve nakit benzerlerinde gözüken artışlardan kaynaklanmaktadır. Bu da şirketin likiditesinin artması demektir. Şirketin son üç yıl için türev araçlara çok az yatırım yaptığı gözükmektedir. 2014 yılında türev ürünlerden hiç gelir elde etmeyen şirketin, 2015 yılındaki geliri baz yıla göre %30'luk bir düşüş göstermiştir. Esas faaliyet konusu olan vadeli işlemlerde yaşanan bu düşüşler şirketin karına ve finansman durumuna da negatif bir etki etmektedir.

Duran varlıklarda her iki yılda da baz yıla göre büyük düşüşler gözükmektedir. Bu düşüşlerin en belirgin nedeni maddi duran varlıklara yapılan harcamalardaki azalmalardır. 2014 yılında baz yıla göre yaklaşık %65'lik, 2015 yılında yaklaşık 5 kat kadar MDV' da düşüş gözükmektedir. Bu da şirketin yatırım politikasında bir azalma olduğunu gösteriyor.

Şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinde gözle görülür bir düşüş vardır. Bunun nedeni de ticari borçlardan kaynaklanmaktadır. Şirktin türev ürünler kullanmaması sebebiyle de türev ürünlere harcamalarında olmadığı tabloda yer almaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklere baktığımız zaman ise bir artış gözükmektedir. Şirket finansman

politikasında UVV' lara daha fazla önem verdiği görülüyor. Özkaynaklarda ise 2014 yılında baz yıla göre %5'lik bir artış, 2015 yılında tekrardan %2'lik bir artış gözükmektedir. Özkaynaklardan elde edilen gelirlerin azalmasının en önemli nedenlerinden biri de birikmiş diğer kapsamlı gelir ve giderlerdeki zararlardan kaynaklanmaktadır. Ayrıca kardan ayrılmış yedeklerde de baz yıla göre çok önemli düşüşler gözükmektedir. Baz yıla göre 2015 yılında yaklaşık 2 katlık bir zarar söz konusudur. Şirketin oto finansmanında da özkaynaklara bağlı olarak bir düşüş yaşadığı gözükmektedir.

Tablo 17: Garanti Yatırım Ortaklığı A. Ş. 2013 -2015 Gelir Tabloları

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

KAR VEYA ZARAR TABLOSU	CARİ DÖNEM 31 ARALIK 2015	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2013
Hasılat	61.249.924	78.634.354	112.308.024
Satışların Maliyeti(-)	(58.353.751)	(74.409.378)	(108.999.556)
BRÜT KAR	**2.896.173**	**4.224.976**	**3.308.468**
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.284.638)	(1.967.716)	(1.919.027)
Pazarlama Giderleri (-)	(352.207)	(385.926)	(452.351)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	30.695	98.674	15.813
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(7.761)	(9.164)	(11.607)
ESAS FAALİYET KARI	**282.262**	**1.960.844**	**941.296**
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	**282.262**	**1.960.844**	**941.296**
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI	**282.262**	**1.960.844**	**941.296**
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI	**282.262**	**1.960.844**	**941.296**
DÖNEM KARI	**282.262**	**1.960.844**	**941.296**
Pay başına kazanç	0,008821	0,061276	0,029416

Kaynak: Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihi İtibariyle Hazırlanan Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=961 (22.04.2016)

Gelir tablosuna baktığımız zaman brüt karda 2014 yılında baz yıla göre %27' lik artışa karşılık, 2015 yılında tekrardan %13' lük bir düşüş gözükmektedir. Düşüşün en önemli nedeni genel yönetim giderlerinin artmasıdır. Şirketin esas faaliyet karından elde ettiği gelirlerdeki nakit akışı baz yıla göre 2014 yılında yaklaşık 2 kat artış

sağlamasına rağmen 2015 yılında baz yıla göre yaklaşık 3 kat bir azalma gösteriştir. Azalmanın nedenleri brüt karda azalmaya sebep olan nedenlerdir. Ayrıca gelirlerinin azalmasına neden esas faaliyet konusu olan vadeli işlem sözleşmelerinde yaşanan düşüşlerden kaynaklanmaktadır. Şirketin dönem sonu karına baktığımız zaman baz yıla göre 2014 yılında %108artım, 2015 yılında ise tekrardan % 70'lik bir düşüş olmuştur.

Tablo 18: Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. 2013 2015 Özkaynak Değişim Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	ÖDENMİŞ SERMAYE	PAY İHRAÇ PRİMLERİ / İSKONTOLARI	DİĞER KAZANÇ/KAYIPLAR	KARDAN AYRILAN KISITLANMIŞ YEDEKLER	NET DÖNEM KARI / (ZARARI	GEÇMİŞ YILLAR KAR / (ZARARLARI)	ÖZKAYNAKLAR
31 ARALIK 2013 İTİBARIYLA BAKİYELER	32.000.000	14.791	(21.582)	926.217	941.296	352.517	34.213.239
31 ARALIK 2014 İTİBARIYLA BAKİYELER	32.000.000	-	(30.317)	382.399	1.960.844	1.652.422	35.965.348
31 ARALIK 2015 İTİBARIYLA BAKİYELER	32.000.000	-	(54.751)	480.441	282.262	2.115.224	34.823.176

Kaynak: Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihi İtibariyle Hazırlanan Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=961 (22.04.2016)

Şirketin özkaynaklar tablosunu incelediğimiz zaman şirketin diğer işlemlere bağlı kayıplarının kazançlardan fazla olduğu gözükmektedir. Şirketin toplam kapsamlı gelirlerinin azalması bu kalemin de azalmasına etki etmektedir. Şirketin kardan ayrılmış yedekleri 2014 yılındaki yasal yedeklerdeki zararlara bağlı olarak yaklaşık 2,4 düşüş yapmıştır. 2015 yılında yeniden yükselişe geçen kalem 2014 yılına kıyasla %6 artım göstermiştir. Net dönem karının incelediğimiz zaman 2014 yılında toplam kapsamlı gelirlere bağlı olarak şirket yaklaşıl %108 başarı sağlamıştır. Fakat cari yılda transferlerinin fazla olması karla dönem karının da azalmasına etki etmiştir. Şirketin geçmiş yıl karlarını incelediğimizde ise 2014 yılında geçmiş yıllara aktarılan transferlerin fazla olmasına bağlı olarak artım sağlamıştır. 2015 yılında da aynı başarıyı sağlayan şirket baz yıla göre yaklaşık %28 artım göstermiştir. Son olarak şirketin özkaynaklarına baktığımızda şirket baz yıla göre 2014 yılında %5, 2015 yılında %2 artım göstermiştir. Özkaynakların artmasına neden şirket gelirlerinin artmasıdır.

Tablo 19: Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. 2013-2015 Nakit Akış Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	CARİ DÖNEM 31 ARALIK 20145	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2014	ÖNCEKİ DÖNEM 31 ARALIK 2013
DÖNEM KARI/(ZARARI)	282.262	1.960.844	941.296
İŞLETME FAALİYETLERİNDEN ELDE EDİLEN NAKİT	1.426.066	1.168.900	3.816.818
YATIRIM FAALİYETLERİNDE KULLANILAN NAKİT	(22.262)	(2.284)	(14.767)
FİNANSMAN FAALİYETLERİNDE KULLANILAN NAKİT	(1.400.000)	(200.000)	(1.075.000)
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ (A+B+C)	3.804	966.616	2.727.051
D. DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	4.709.936	3.743.320	1.016.269
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ (A+B+C+D)	4.713.740	4.709.936	3.743.320

Kaynak: Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihi İtibariyle Hazırlanan Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=961 (22.04.2016)

Bu tabloya baktığımız zaman faiz gelir ve giderleriyle ilgili düzeltmelerde baz yıla göre sırasıyla 2014 yılında %60'lık, 2015 yılında %89'luk artış gözükmektedir. Bu da şirketin dış kaynaklara ödediği faiz miktarlarında atış olmuştur demektir. Ayrıca temettü gelirleri ile düzeltmelerde baz yıla göre 2014 yılında %82'lik, 2015 yılında yaklaşık 6 katlık düşüş gözükmektedir ki bu da şirketin yararına bir durumdur. Şirktin ticari alacaklarında ise büyük miktarlarda artış olmuştur. 2015 yılında ticari alacaklardaki para miktarı pozitif bir durum sergileyerek 182.016 TL artış sağlamıştır. Fakat şirketin faaliyeti için ayırdığı karşılıklarda ise maliyeler artmış, baz yıla göre 2015 yılında yaklaşık 11 katlık bir maliyet söz konusu olmuştur. Şirketin nakit akışlarındaki artıma neden, şirketin faaliyetlerinden dolayı elde ettiği faiz gelirlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Baz yıla göre kıyaslamayla 2015 yılında yaklaşık 2 katlık bir faiz gelirleri elde edilmiştir. İşletme gelirlerinden elde edilen nakitlerdeki azalmaya neden maddi ve maddi olmayan duran varlıkların alımından kaynaklanan nakit çıkışları sebep olmaktadır. Şirketin vadeli işlemlere bağlı olarak gelirlerinin azalması da nakit azalmalarına etki etmektedir.

5.5. ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş UYGULAMA ÖRNEĞİ

Enka Şirketler Grubu, 1957 yılında kurulmuş merkezi İstanbul'da bulunan şirketler grubudur. Türkiye'nin önemli şirketleri arasında bulunmaktadır. İlk kurulduğunda şirket İstanbul'da sınırlı sorumlu bir ortaklık olarak tescil edilmiştir. Hızlı bir büyümenin ardından 1967 yılında şirketin sınırlı sorumlu ortaklığı bir anonim ortaklığa dönüştürülmüştür. Grup, Türkiye'de elektrik santrali kurulu gücü bakımından ülkenin en büyük özel sektör firmasıdır.

Şirketin ödenmiş sermayesi: 4.200.000.000 TL

Tablo 20. Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. 2013- 2015 Bilanço Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Cari Dönem	Önceki Dönem	Önceki Dönem
Dönem	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
DÖNEN VARLIKLAR	7.819.062	7.586.470	6.778.002
ARA TOPLAM	7.816.586	7.583.994	6.775.448
DURAN VARLIKLAR	12.955.117	10.530.557	11.302.575
TOPLAM VARLIKLAR	20.774.179	18.117.027	18.080.577
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.773.370	3.159.422	2.919.233
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.947.143	2.865.104	3.078.926
Ö Z K A Y N A K L A R	15.053.666	12.092.501	12.082.418
TOPLAM KAYNAKLAR	20.774.179	18.117.027	18.080.577

Kaynak: ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511719 , (29.07.2016)

Şirketin dönen varlıklarına baktığımız zaman baz yıla göre 2014 yılında bir düşüş olsa da 2015 yılında tekrardan bir artış sağlandığı gözükmektedir. 2014 yılında dönen varlıklardaki azalmanın en belirgin nedeni şirket stoklarının azalmasıdır. Şirketin her geçen yıl finansal yatırımlara daha fazla yatırım yapması şirketin gelirlerinin de artmasına neden olmaktadır. Duran varlıklar sınıflandırılasında da aynı durum söz konusu olmaktadır. Şirketin 2015 yılında finansal yatırımlara yaptığı harcamalar baz yıla göre yaklaşık %67'lik bir artış göstermiştir. Aynı şekilde şirketin yatırım amaçlı olarak gayrimenkuller alması da her geçen yıl artmaktadır. Fakat son üç yıl içinde

gayrimenkullere yapılan yatırımlarda maksimum gösterge 2013 yılında olmuştur ve bu rakam 5.008.204 TL' e denk gelmektedir. İster maddi duran varlıklar olsun isterse de maddi olmayan duran varlıklar olsun, her iki halde de şirketin yaptığı yatırımlar artış göstermiştir. Duran varlıkların toplamının dönen varlıkların toplamından fazla olması şirketin yatırım politikası izlediğini gösteriyor.

Şirketin kaynaklarına baktığımız zaman ise baz yıla göre 2014 yılında bir artış olsa da bu rakam 2015 yılında düşüşe geçmiştir. Baz yıla göre 2014 ve 2015 yılında şirketin kısa vadeli borçları yaklaşık 4 buçukluk bir düşüş göstermiştir. Şirketin ticari borçlarında da azda olsa her geçen yıl bir azalma gözükmektedir.

İşletmenin uzun vadeli borçlanmasına baktığımız zaman ise 2015 yılında bir önceki yıla göre çok büyük düşüşler gözükmektedir. Borçlanmaların azalması uzun vadeli yükümlülükleri de azaltmıştır.

Şirketin özkaynaklarına baktığımız zaman önceki yıllara göre artım vardır. Özkaynakların artmasına neden ödenmiş sermayenin artmasıdır. Toplam kaynaklar kaleminde ise baz yıla göre 2014 yılında %0,20, 2015 yılında %15 artış olmuştur. Şirketin özkaynaklarıyla yükümlülüklerini karşılaştırdığımız zaman şirketin finansal durumunun iyi olduğu ve şirket için finansal riskin olmadığı gözükmektedir. Şirketin oto finansman durumu her geçen yıl daha iyi olmuştur. Şirketin borçlanma politikasındaki durum ise, şirketin uzun vadeli borçlanmaya üstünlük vermesidir. Fakat uzun kaynaklardaki maksimum rakam 2013 yılında olmuştur.

Tablo 21. Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. 2013 – 2015 Gelir Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Cari Dönem	Önceki Dönem	Önceki Dönem
Dönem	**31.12.2015**	**31.12.2014**	**31.12.2013**
Hasılat	12.384.383	12.727.939	12.288.032
Satışların Maliyeti (-)	-10.276.643	-10.687.809	-10.256.403
BRÜT KAR/ZARAR	**2.107.740**	**2.040.130**	**2.031.629**
Genel Yönetim Giderleri (-)	-282.458	-275.673	-228.285
Pazarlama Giderleri (-)	-77.830	-73.073	-60.896
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	76.235	47.657	109.094
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-135.545	-148.081	-85.725

ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	**1.688.142**	**1.590.960**	**1.765.817**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	532.119	414.444	212.826
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-369.158	-87.880	-219.291
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	1.851.103	1.917.524	1.759.352
Finansman Gelirleri	85.692	85.827	47.322
Finansman Giderleri (-)	-54.733	-98.603	-71.479
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	1.882.062	1.904.748	1.735.195
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-426.561	-397.590	-413.515
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	1.455.501	1.507.158	1.321.680
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	0	-2.430	-2.757
DÖNEM KARI/ZARARI	**1.455.501**	**1.504.728**	**1.318.923**
Dönem Karı/Zararının Dağılımı	1.455.501	1.504.728	1.318.923
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	15.685	63.704	70.456
- Ana Ortaklık Payları	1.439.816	1.441.024	1.248.467
Pay Başına Kazanç	0,360000	0,360000	0,350000
- Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	0,360000	0,360000	0,350000

Kaynak: ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511720 , (29.07.2016)

Şirketin brüt karına baktığımız zaman son iki yılda da artım gözükmektedir. Buna neden tablodaki satışların maliyeti kalemindeki azalışlardır. Esas faaliyet karında ise azalma söz konusudur. Bu rakam baz yıla göre 2014 yılında %10, 2015 yılında %5 olmaktadır. Yatırım faaliyet giderlerinde artışların artması bunun en önemli nedenidir. Bilançoda' da görüldüğü gibi şirket yatırım politikası izlemektedir. Buna bağlı olarak şirketin vergi ve giderleri de artmıştır. Şirketin yaptığı yatırımlardan sağladığı fayda dönem karına etki etmekte ve kazancını artırmaktadır.

Tablo 22. Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş 2013 - 2015 Nakit Akım Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Cari Dönem	Önceki Dönem	Önceki Dönem
Dönem	**31.12.2015**	**31.12.2014**	**31.12.2013**
A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	**1.233.647**	**1.636.658**	**1.471.396**
B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	**-1.594.354**	**-215.837**	**-512.255**
C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	**-747.106**	**-665.343**	**-607.732**
E. DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	**3.263.141**	**2.712.987**	**1.807.339**
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	**2.756.950**	**3.263.141**	**2.712.987**

Kaynak: ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511721 , (29.07.2016)

Şirketin nakit akışlarına baktığımız zaman baz yıla öre 2014 yılında artış olsa da 2015 yılında yeniden %19'luk bir düşüş olmuştur. Vergi ödemeleri ve iadelerinin artması bunun en önemli nedenlerindendir. Aynı zamanda faaliyetlerden elde edilen gelirlerde de düşüş gözükmektedir. Şirketin borçlanma araçlarından elde ettiği nakit giriş ve çıkışlarına da baktığımız zaman arada çok büyük bir farkla çıkışların fazla olduğu tablodan görülmektedir. Şirketin her geçen yıl ister temettülerden isterse de faizlerden elde ettiği gelirleri artmaktadır.

Şirketin finansman durumuna baktığımızda ise ödenen temettülerde baz yıla göre son iki yılda çok fazla artış gözükmektedir. Fakat baz yıla göre ödenen faizlerde yaklaşık %35'lik bir azalma vardır. Şirket son yıldaki nakit akımının büyük hissesini yatırımlara harcadığından dönem sonu olarak en düşük miktar 2015 yılında gözükmektedir.

Tablo 23. Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş 2013 - 2015 Özkaynak Değişim Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Ödenmiş Sermaye	Sermaye Düzeltme Farkları	Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	Yabancı Para Çevirim Farkları	Riskten Korunma Kazanç/Kayıpları	Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	Net Dönem Karı/Zararı	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	Kontrol Gücü Olmayan Paylar	Özkaynaklar
31 Aralık 2013 İtibariyle Bakiyeler	3.221.689	1.133.033	496.759	-289.557	4.141	326.171	5.805.704	1.248.467	11.946.407	136.011	12.082.418
31 Aralık 2014 İtibarıyla Bakiyeler	3.621.689	1.550.413	376.812	-2.219.756	4.499	419.499	6.764.721	1.441.024	11.958.901	133.600	12.092.501
31 Aralık 2015 İtibarıyla Bakiyeler	4.021.689	2.892.702	432.737	-3.756.503	-3.510	471.353	9.404.739	1.439.816	14.903.023	150.643	15.053.666

Kaynak: ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511722 , (29.07.2016)

Özkaynaklar tablosunu incelediğimiz zaman şirketin ödenmiş sermayesinin, sermaye artırımlarına bağlı olarak her geçen yıl artması gözükmektedir. Şirketin sermaye düzeltme farkları da sermaye artırımlarına bağlı olarak artım göstermektedir. Baz yıla göre bu rakam 2014 yılında %37, 2015 yılında %155 artış göstermiştir. Şirketin yeniden değerlendirmelerine bağlı olarak 2014 yılında yaşadığı kayıp, toplam kapsamlı gelirlerin azalması ve yeniden değerleme fonu transferlerine bağlı olarak azalma göstermiştir. 2015 yılında bu kalem yeniden artışa geçmiştir. Şirket döviz kuru farklarına bağlı olarak 2014 yılında % 13 başarı sağlasa da 2015 yılında yeniden düşüşe geçmiştir. Riskten korunmak için şirketin uyguladığı yöntemler sonucu sağladığı kar 2014 yılında artım sağlasa da 2015 yılında toplam kapsamlı gelirlerin azalmasına bağlı olarak düşüş göstermiştir. Şirketin kardan ayrılmış yedekler kısmı baz yıla göre 2014 yılında %28, 2015 yılında %44 artım göstermiştir. Bu artışlar transferlere bağlı olarak gerçekleşmiştir. Geçmiş yıl karlarına baktığımızda ise baz yıla göre 2014 yılında %17, 2015 yılında %62 artım olmuştur. Bu kalemi artıran en büyük işlemler, transferlerin ve kapsamlı gelirlerin artmasıdır. Şirketin net dönem karını incelediğimiz zaman artan bir rakam söz konusudur. Dönem karının artmasına en büyük etki toplam kapsamlı gelirlerin artmasıdır. Ana ortaklığa ait özkaynaklarda da baz yıla göre 2014 yılında %0,1, 2015 yılında %25 artış olmuştur. Bu kalemdeki artışlara neden yine kapsamlı gelirlerin artması ve sermaye çevrim farklarından ortaya çıkan kardan kaynaklanmaktadır. Şirkerin kontrol gücü olmayan paylarına baktığımız zaman 2014 yılında bir düşüş olsa da, 2015 yılında gelirlerin artmasına bağlı olarak bu kalem artışa geçmiştir. Özkaynaklara baktığımız zaman her geçen yıl artış gösterdiği gözükmektedir. Özkaynaklardaki artışlar gelirlerin artması ve sermaye çevrim farklarından kaynaklanmaktadır.

5.6. PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş. UYGULAMA ÖRNEĞİ

Pegasus Hava Yolları, 1990 yılında Aer Lingus, Silkar Yatırım ve Net Holding'in ortak girişimiyle İstanbul'da kuruldu. Mayıs 1990'da ilk uçuşunu gerçekleştiren Pegasus, 2005 yılında ESAS Holding tarafından satın alınmış. Aynı yıl Kasım ayında düşük maliyetli havayolu taşıyıcısı olarak tarifeli iç hat seferlerine başlayarak Türkiye'de faaliyet gösteren 4. tarifeli havayolu olmuştur.

Pegasus, 2011 yılında olduğu gibi 2012 yılında da Official Airline Guide (OAG) raporunda koltuk kapasiteleri baz alınarak yapılan sıralamaya göre Avrupa'nın en büyük 25 hava yolu arasında "Avrupa'nın En Hızlı Büyüyen Havayolu" olarak gösterilmiştir.

Paylarının yüzde 34,5'lik kısmını halka arz ederek 26 Nisan 2013 tarihinde Borsa İstanbul'da "PGSUS" kodu ile işlem görmeye başlayan Pegasus Hava Yolları; Türkiye'de borsaya kote olan ilk özel havayoludur.

Kayıtlı Sermaye Tavanı: 500.000.000.-TL

Ödenmiş Sermaye: 102.272.000.-TL

Tablo 24. Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. 2013 – 2015 Bilanço Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Dönem	Cari Dönem 31.12.2015	Önceki Dönem 31.12.2014	Önceki Dönem 31.12.2013
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR	1.833.732.173	1.488.893.568	1.226.547.159
DURAN VARLIKLAR	2.264.365.079	2.025.868.636	2.277.989.446
TOPLAM VARLIKLAR	4.098.097.252	3.514.762.204	3.504.536.605
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	991.845.572	842.823.377	683.929.355
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.653.520.051	1.510.778.611	1.674.380.165
ÖZKAYNAKLAR	1.452.731.629	1.161.160.216	1.146.227.085
TOPLAM KAYNAKLAR	4.098.097.252	3.514.762.204	

Kaynak: PEGASUS Hava Taşımacılığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Traihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511714 , (28.07.2016)

Şirketin dönen varlıklarına baktığımız zaman her geçen yıl artan rakamlarla karşılaşıyoruz. Dönen varlıkların artmasına etki eden işlemlerden biri ticari alacakların artmasıdır. Ticari alacaklar baz yıla göre 2014 yılında %22, 2015 yılında %54 artış sağlamıştır. Şirketin türev aracalar kalemine baktığımız zaman ise baz yıla göre 2015 yılında yaklaşık 13 katlık bir düşüşe rastlıyoruz. Türev araçların yerine şirketin peşin ödenmiş giderleri artış gösteriyor.

Şirketin duran varlıklarına baktığımız zaman ise baz yıla göre 2014 yılında bir düşüş olsa da 2015 yılında tekrardan artan bir durum gözükmektedir. En dikkat çeken kalem ise peşin ödenmiş giderlerin artmasıdır. Şirketin yatırım politikasının izlediğimiz zaman son üç yılda da şirketin yatırımlara önem vermiş ve büyük miktarlarda yatırı yapmıştır.

Şirketin kaynakları ise her geçen yıl artan bir yaklaşım izlemektedir. Kısa vadeli borçlanmalar baz yıla göre 2014 yılında %23, 2015 yılında %45 artım göstermiştir. Kısa vadeli yükümlülüklerin artmasına en büyük etki bu kesimlerde türev araçların artmasıdır. Baz yıla göre 2015 yılında türev araçlarda yaklaşık 9 katlık bir artış vardır. Bu da şirketin türev piyasalarda işlem hacminin 2015 yılında maksimum rakama ulaştığı demektedir. Uzun vadeli yükümlülüklerde ise türev araçlar işleminin sıfırlandığı gözükmektedir. Sadece 2014 yılında işlem yapılmıştır. Genellikle kaynaklara baktığımız zaman uzun vadeli yükümlülüklerin daha fazla olduğu gözükmektedir. Özkaynaklara baktığımızda ise 2014 yılında bir dönüş olsa da 2015 yılında bu rakam yeniden yükselmeye geçmiştir. Şirketin genel bir finansal politikasına baktığımız zaman şirketin finansal açıdan riskli bir durumda olduğu görülmektedir.

Tablo 25. PEGASUS Hava Taşımacılığı A.Ş. 2013 – 2015 Gelir Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Dönem	**Cari Dönem** 31.12.2015	**Önceki Dönem** 31.12.2014	**Önceki Dönem** 31.12.2013
KAR VEYA ZARAR KISMI			
Hasılat	3.488.271.223	3.081.727.739	2.393.583.737
Satışların Maliyeti (-)	-3.057.267.802	-2.618.267.190	-1.944.855.540
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	431.003.421	463.460.549	448.728.197
BRÜT KAR/ZARAR	**431.003.421**	**463.460.549**	**448.728.197**
Genel Yönetim Giderleri (-)	-104.211.873	-82.933.933	-67.989.017
Pazarlama Giderleri (-)	-149.815.601	-133.117.559	-105.089.686
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	69.703.759	82.330.954	6.488.899
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-3.144.484	-5.038.160	-24.047.246
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	243.535.222	324.701.851	258.091.147
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	17.619.167	7.426.984	108.327
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	-4.216.608
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	2.610.196	1.169.612	-515.547
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	**263.764.585**	**333.298.447**	**253.467.319**
Finansman Gelirleri	86.092.003	51.162.355	50.762.349

Finansman Giderleri (-)	-167.477.218	-248.786.906	-149.556.533
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	**182.379.370**	**135.673.896**	**154.673.135**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (-)/Geliri	-70.515.497	7.632.694	-66.361.129
- Dönem Vergi Gideri (-)/Geliri	-17.908.212	-3.958.644	0
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-)/Geliri	-52.607.285	11.591.338	-66.361.129
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	**111.863.873**	**143.306.590**	**88.312.006**
DÖNEM KARI/ZARARI	**111.863.873**	**143.306.590**	**88.312.006**
Dönem Karı/Zararının Dağılımı	111.863.873	143.306.590	88.312.006
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-1.261.831	-35.238	-3.371.819
- Ana Ortaklık Payları	113.125.704	143.341.828	91.683.825
Pay Başına Kazanç	1,106126	1,401575	0,978161
- Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	1,106126	1,401575	0,978161
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	-3.172.494	0	0
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	-3.965.618	0	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler	793.124	0	0
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-)/Geliri	793.124	0	0
Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılacaklar	182.880.034	-127.604.724	241.699.936
Yabancı Para Çevirim Farkları	146.923.530	-49.187.920	233.296.976
Nakit Akış Riskinden Korunma Kazançları/Kayıpları	44.945.630	-98.021.005	10.503.700
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler Gelir/Giderleri	-8.989.126	19.604.201	-2.100.740
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-)/Geliri	-8.989.126	19.604.201	-2.100.740
DİĞER KAPSAMLI GELİR	**179.707.540**	**-127.604.724**	**241.699.936**
TOPLAM KAPSAMLI GELİR	**291.571.413**	**15.701.866**	**330.011.942**
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı:	291.571.413	15.701.866	330.011.942
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-2.582.605	102.855	-5.361.125
- Ana Ortaklık Payları	294.154.018	15.599.011	335.373.067

Kaynak: PEGASUS Hava Taşımacılığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Traihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511715 , (28.07.2016)

Şirketin brüt karına baktığımız zaman baz yıla göre 2014 yılında bir artış olsa da 2015 yılında bu rakam yeniden düşüş gösteriyor. Düşüşe sebep genel yönetim giderlerindeki harcamaların ve pazarlama giderlerindeki harcamaların artmasından kaynaklanmaktadır. Son iki dönemde şirketin yatırım faaliyetlerinden yatırım giderleri sıfırlanmış bunun aksine yatırım faaliyetlerinden gelirleri artım göstermiştir. Şirketin finansal gelirlerinin artması finansman faaliyetlerindeki karında azalma olmasına etki etmiştir. Şirketin faaliyet sonrası elde ettiği dönem karında her geçen yıl artış gözükmektedir. Bu rakam baz yıla göre 2014 yılında %62, 2015 yılında %26 artış sağlamıştır.

Tablo 26. PEGASUS Hava Taşımacılığı A.Ş. 2013 – 2015 Nakit Akım Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Dönem	Cari Dönem 31.12.2015	Önceki Dönem 31.12.2014	Önceki Dönem 31.12.2013
A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	390.825.041	251.718.360	258.628.933
B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	-227.159.895	-38.825.002	-38.906.627
C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	-185.783.578	-211.281.689	482.959.025
D. YABANCI PARA ÇEVRİM FARKLARININ NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	120.201.756	-22.122.571	142.534.608
E. DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	856.890.769	877.401.671	210.150.238
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	954.974.093	856.890.769	877.401.671

Kaynak: PEGASUS Hava Taşımacılığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Traihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511716 , (28.07.2016)

Şirketin nakit akım tablosunu incelediğimiz zaman faaliyetlerden elde edilen nakit akışlarının artmasının şirketin dönem karına da etki ettiği gözükmektedir. Bu dönemlerde şirketin yatırımlar için çok fazla para yatırdığı tablodan anlaşılmaktadır. Özellikle de şirketin bulunduğu sektöre bağlı olarak uçak alımı için yaptığı yatırımlar 2015 yılında baz yıla göre yaklaşık 20 kat artım göstermiştir. Maddi olmayan duran varlıklar için yapılan harcamalarda da çok büyük artımlar olmuştur. Şirketin finansal yatırımlarla ilgili kalemlerini incelediğimiz zaman ise borç ödemelerine ilişkin nakit çıkışlarının azalması ve ödenen faizlerdeki düşüşlere bağlı olarak pozitif bir yaklaşım söz konusudur. Şirketin yabancı para çevrim farklarından elde ettiği gelirlerde de olumlu değişiklikler vardır. Şirketin dönem sonu karlarına baktığımız zaman baz yıla göre 2014 yılında %4 düşüş, 2015 yılında ise %9 artım gözükmektedir.

Tablo 27. PEGASUS Hava Taşımacılığı A.Ş. 31 Aralık 2013 Tarihli Özkaynak Değişim Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Ödenmiş Sermaye	Pay İhraç Primleri/İskontoları	Yabancı Para Çevirim Farkları	Riskten Korunma Kazanç/Kayıpları	Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	Net Dönem Karı/Zararı	İşletme Birleşmeleri Etkisi	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	Kontrol Gücü Olmayan Paylar	Özkaynaklar
31 Aralık 2013 İtibariyle Bakiyeler	102.272.000	455.687.025	308.022.092	20.321.546	138.192.795	91.683.825	29.504.957	1.145.684.240	542.845	1.146.227.085
31 Aralık 2014 İtibariyle Bakiyeler	102.272.000	455.687.025	258.696.079	-58.095.258	229.876.620	143.341.828	29.504.957	1.161.283.251	-123.035	1.161.160.216
31 Aralık 2015 İtibariyle Bakiyeler	102.272.000	455.687.025	406.940.383	-22.138.754	363.411.817	113.125.704	29.504.957	1.455.437.269	-2.705.640	1.452.731.629

Kaynak: PEGASUS Hava Taşımacılığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Traihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/419998 , (28.07.2016)

Şirketin özkaynaklar tablosunu incelediğimiz zaman, şirket döviz kurlarına bağlı olarak gerçekleştirdiği işlemlerden 2014 yılında %18 düşüş yaşasa da , 2015 yılında %32 artış gerçekleşmiştir. Şirket riskten korunmak için gerçekleştirdiği işlemlerden 2014 ve 2015 yıllarında kayıp yaşamıştır. Yaşadığı zararlar şirketin gelirlerinin azalmasına bağlı olarak gerçekleşmiştir. Fakat bu kalem 2014 yılına kıyasla 2015 yılında yeniden artıma geçmiştir. Şirketin geçmiş yıllara bağlı olarak elde ettiği kar her geçen yıl artış göstermektedir. Bu rakam baz yıla göre 2014 yılında %66, 2015 yılında %163 olmuştur. Net dönem karını incelediğimiz zaman 2014 yılında artış olsa da bu rakam transferlere bağlı olarak düşüşe geçmiştir. Ana ortaklığa ait özkaynaklar baz yıla göre 2014 yılında %1, 2015 yılında %27 artış göstermiştir. Şirketin kontrol gücü olmayan paylarına ilişkin zararlar her geçen yıl artmaktadır ve bu rakam 205 yılında maksimum olarak -2.705.640 TL olarak gerçekleşmiştir. Son olarak özkaynaklara

baktığımız zaman baz yıla göre 2014 yılında %1, 2015 yılında %27 artış olmuştur. Bu artışların nedeni şirketin kapsamlı gelirlerinin artmasına bağlı olmaktadır.

5.7. ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş. UYGULAMA ÖRNEĞİ

Ülker Bisküvi 1969 tarihinde İstanbul' da kurulmuştur. 2011 yılında AC Nielsen'ın Markalar Raporunda bisküvi kategorisinde birinci sırada olan Ülker, Yakın Hissedilen Markalarda ikinci, İlk Hatırlanan Firmalarda ve İlk Hatırlanan Markalarda ise üçüncü sırada yer aldı. Ülker Bisküvi, 2015 yılında İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından yayımlanan araştırmada, sadece bisküvi üretimi ile Türkiye'nin en büyük 500 sanayi kuruluşu arasında 65. sırada yer aldı. Şirket Ulusal Pazar da işlem görmektedir. Şirketin halka açıklık oranı %42,73 olarak, 146.137.403 TL denk gelmektedir.

Şirketin Kayıtlı Sermayesi: 500.000.000

Tablo 28. Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 2013 – 2015 Bilanço Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Cari Dönem	Önceki Dönem	Önceki Dönem
Dönem	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
DÖNEN VARLIKLAR	2.418.802.807	2.037.226.487	2.128.504.531
DURAN VARLIKLAR	1.507.784.747	1.150.964.524	1.033.447.409
TOPLAM VARLIKLAR	3.926.587.554	3.188.191.011	3.161.951.940
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	653.505.104	657.499.682	1.826.580.192
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.633.652.466	1.300.722.636	67.203.301
ÖZKAYNAKLAR	1.639.429.984	1.229.968.693	1.268.168.447
KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR	110.801.136	92.365.694	138.338.939
TOPLAM KAYNAKLAR	3.926.587.554	3.188.191.011	3.161.951.940

Kaynak: ÜLKER Bisküvi ve Sanayi A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511354 , (29.07.2016)

Şirketin bilançosunu izlediğimiz zaman dönen varlıklarda baz yıla göre 2014 yılında bir düşüş olsa da 2015 yılında tekrardan %14'lük bir artış gözükmektedir. Nakit ve nakit benzerlerin artması, stoklardaki artımların oluşması varlıkların artmasına etki eden önemli kalemlerdendir. Duran varlıkları incelediğimiz zaman ise dönen varlıkların aksine her geçen yıl artan bir yaklaşım izlediği gözükmektedir. Şirketin finansal

yatırımlar için harcamaları artırması ve maddi olmayan duran varlıkların artması, duran varlıkların artış göstermesini sağlamaktadırlar. Toplam varlıkları incelediğimiz zaman 2014 yılında baz yıla göre % 0,8, 2015 yılında %24'lük artım olmuştur. Şirketin genel yatırım politikasını izlediğimizde ise şirketin yatırımlardan ziyade daha fazla dönen varlıklara, nakit ve nakit benzerlerine önem verdiği gözükmektedir. Şirketin kaynaklarını izlediğimizde ise şirketin borçlanma için uzun dönem borçlanma stratejisi izlediği gözükmektedir. İster kısa vadeli yükümlülükler isterse de uzun vadeli yükümlülükler olsun, her iki kalemde de şirketin kaynaklarında artım olduğu görülmektedir. Şirketin özkaynaklarında da artan bir yaklaşım söz konusudur.

Tablo 29. Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 2013 - 2015 Gelir Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Cari Dönem	**Önceki Dönem**	**Önceki Dönem**
Dönem	**31.12.2015**	**31.12.2014**	**31.12.2013**
Hasılat	3.075.120.076	2.891.213.747	2.748.370.545
Satışların Maliyeti (-)	-2.408.422.513	-2.283.561.429	-2.115.060.273
BRÜT KAR/ZARAR	**666.697.563**	**607.652.318**	**633.310.272**
Genel Yönetim Giderleri (-)	-71.743.647	-81.228.841	-94.030.049
Pazarlama Giderleri (-)	-232.289.703	-235.291.046	-262.511.713
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-8.757.144	-13.742.311	-13.396.585
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	**386.427.199**	**285.332.417**	**312.603.638**
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	**651.046.005**	**384.583.708**	**519.280.602**
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	**319.841.275**	**263.223.761**	**279.116.304**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (-)/Geliri	-36.117.509	-28.239.049	-51.785.743
DÖNEM KARI/ZARARI	**283.723.766**	**234.984.712**	**227.330.561**
Dönem Karı/Zararının Dağılımı	283.723.766	234.984.712	227.330.561
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	23.434.860	23.272.072	38.682.116
- Ana Ortaklık Payları	260.288.906	211.712.640	188.648.445
Pay Başına Kazanç	0,760000	0,620000	0,550000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	424.214	876.306	-14.747.639
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	530.268	1.095.383	817.330
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler	-106.054	-219.077	-149.356
Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılacaklar	224.471.978	61.207.482	131.531.094
Satılmaya Hazır Finansal Varlıkların Yeniden Değerleme ve/veya Sınıflandırma Kazançları/Kayıpları	236.286.293	64.428.928	138.453.783
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler Gelir/Giderleri	-11.814.315	-3.221.446	-6.922.689
DİĞER KAPSAMLI GELİR	224.896.192	62.083.788	116.783.455
TOPLAM KAPSAMLI GELİR	**508.619.958**	**297.068.500**	**344.114.016**

Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı:	508.619.958	297.068.500	344.114.016
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	23.594.109	23.573.488	38.710.326
- Ana Ortaklık Payları	485.025.849	273.495.012	305.403.690

Kaynak: ÜLKER Bisküvi ve Sanayi A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511355 , (29.07.2016)

Şirketin gelir tablosunu incelediğimiz zaman 2014 yılında baz yıla göre düşüş olsa da 2015 yılında tekrardan yükselen bir rakam vardır. Karların artmasına en büyük etki faaliyet öncesi finansman giderleri kalemlerindeki karların artmasıdır. Şirketin faaliyetlerine bağlı olarak sağladığı gelir baz yıla göre 2014 yılında %6 azalmış, 2015 yılında ise % 15 artım sağlamıştır. Şirketin tam kapsamlı gelirler kalemine baktığımız zaman ise baz yıla göre 2014 yılında %14'lük bir düşüş olsa da 2015 yılında tekrardan %48'lik bir artım gözükmektedir.

Tablo 30. Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 2013 – 2015 Nakit Akım Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

Dönem	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	286.592.225	204.647.666	235.558.826
B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	-118.656.667	-216.080.627	306.290.372
C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	117.373.258	-119.120.315	-645.194.111
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	285.308.816	-130.553.276	-103.344.913
E. DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	1.033.829.882	1.164.383.158	1.267.728.071
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	1.319.138.698	1.033.829.882	1.164.383.158

Kaynak: ÜLKER Bisküvi ve Sanayi A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511356 , (29.07.2016)

Şirketin nakit akım tablosuna baktığımız zaman şirketin dönen karının yükselen bir trend izlediği görülmektedir. Şirketin yatırım politikasına baktığımızda ise en büyük harcamaların 2014 yılında yapıldığı gözükmektedir. Özellikle de 2014 yılında yaklaşık %22, 2015 yılında ise %115 artımla maddi duran varlık alımı yapılmıştır. Şirketin finansman faaliyetlerden sağladığı karlarda da çok büyük artımlar olmuştur. Bu kalemin artmasına en büyük etki ödenen temettülerde ödemelerin azalması ve ilişkili taraflara ticari olmayan borçların sıfırlanmasıdır. Dönem sonu olarak şirket baz yıla

göre 2014 yılında yaklaşık %13 düşüş yaşasa da 2015 yılında tekrardan baz yıla göre %13'lük bir artım sağlamıştır.

Tablo 31. Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 2013 - 2015 Özkaynak Değişim Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Ödenmiş Sermaye	Sermaye Düzeltme Farkları	Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	Net Dönem Karı/Zararı	Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değer Artış Fonları	Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	Kontrol Gücü Olmayan Paylar	Özkaynaklar
31 Aralık 2013 İtibariyle Bakiyeler	342.000.000	108.056.201	254.670.905	93.311.091	139.218.981	188.648.445	5.231.735	-1.307.850	1.129.829.508	138.338.939	1.268.168.447
31 Aralık 2014 İtibariyle Bakiyeler	342.000.000	108.056.201	315.553.570	104.901.091	50.843.109	211.712.640	5.231.735	-695.347	1.137.602.999	92.365.694	1.229.968.693
31 Aralık 2015 İtibariyle Bakiyeler	342.000.000	108.056.201	539.968.646	112.116.833	161.340.007	260.288.906	5.231.735	-373.480	1.528.628.848	110.801.136	1.639.429.984

Kaynak: ÜLKER Bisküvi ve Sanayi A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu,** https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/511357 , (29.07.2016)

Şirketin yeniden değerlemelerine bağlı olarak sağladığı kar baz yıla göre 2014 yılında %24, 2015 yılında %112 artış göstermiştir. Kardan ayrılmış yedekler kalemine baktığımız zaman da aynı durum söz konusu olmaktadır. Buradaki artışlara neden transferlerin artmasıdır. Şirketin geçmiş yıl karları baz yıla göre 2014 yılında %63 düşüş gösterse de bu rakam transferlerin artmasına bağlı olarak cari yılda yeniden artışa geçmiştir. Net dönem karının incelediğimiz zaman her geçen yıl artış olduğu gözükmektedir. Bu artımlar şirketin kapsamlı gelirlerine bağlı olarak artmaktadırlar. Ana ortaklığa ait özkaynaklar da hem şirketin kapsamlı gelirlerine hem de gayrimenkullerin satışına bağlı olarak her geçen yıl artım göstermektedirler. Kontrol

gücü olmayan paylar temettü çıkışlarının artmasına bağlı olarak 2014 yılında düşüşe geçmiştir. 2015 yılında bu kelem toplam kapsamlı gelirlerin artmasına bağlı olarak 2014 yılına göre %20 artım göstermiştir. Son olarak şirketin özkaynakalarına bakarsak baz yıla göre 2014 yılında %3 düşüş olsa da bu rakam toplam kapsamlı gelirlerin artmasına bağlı olarak baz yıla göre 2015 yılında %29 artım göstermiştir.

SONUÇ

Günümüzde finansal piyasaların derinliği ve karmaşıklığı giderek artmakta, küreselleşmeyle birlikte piyasaların birbirleriyle etkileşimi hızlı teknolojik gelişmelere paralel olarak çoğalmaktadır. Böyle bir ortamda yeni finansal ürünler gün geçtikçe yaygınlaşmaktadır. Tüm bunların sonucu olarak piyasalardaki belirsizlikler ve dalgalanmalar da artmakta ve finansal risk yönetimi son derece önemli ve stratejik bir konuma gelmektedir.

Ülkemizde finansal risk yönetimine son dönemlere kadar yeterince önem verilmemiştir. Son yaşanan krizle birlikte risk yönetiminin ne kadar önemli olduğu finans çevrelerinde anlaşılmaya başlanmıştır. Zaten Türk bankacılık sisteminde finansal riskler ve diğer risklerin kontrolü ve ölçümü amacıyla iç denetim sistemleri kurulması yönünde çalışmalar sürdürülmektedir.

Uzun yıllar etkisini sürdüren kronik enflasyon ortamında vadelerin çok kısa tutulması vadeli alım satıma dayanan birçok finansal ürünün ülkemizde gelişmesine engel olmuştur. İstikrarsız bir ekonomik yapı içinde uzun vadeli yükümlülüklere girmek gerek finansal kuruluşlar gerekse firmalar tarafından sakıncalı görülmüştür.

Günümüzde şirketlerin etkili bir strateji seçmesiyle olası tehditlere ve risklere karşı korunmalarının mümkün olması veya risklerini minimuma indirmesi mümkündür.

Bu çalışmada da en belirgin risklerden bile nasıl korunacağını anlatmaya çalışılmıştır. Tezin ilk aşamasında risk kavramının tarihi araştırıldı. Riskin nasıl olup ta günümüzde bu denli önemli hale gelmesi üzerine inceleme yapılmıştır.

Daha sonraki bölümde şirketler içerisinde en önemlilerden olan anonim şirketlerin ortaya çıkışı, diğer şirket türlerinden ayıran en belirgin özelliklerinin neler olması gerektiği araştırılmıştır. Anonim şirket organlarının hangi sebeplere bağlı olarak ortaya çıkması daha önce var olan sistemlerde gidilen değişiklikler ortaya konulmuştur. Ayrıca günümüzde daha da yaygın hale gelen halka açılmanın sağladığı yararlar veya zararlar araştırılmış, SPK açısından halka açılma süreci araştırılmıştır.

Konunun en başından anlatıldığı gibi risk şirketler açısından çok önemli bir konudur. Şirketlerin ilk yapması gereken riskin nasıl ortaya çıktığını araştırmaktır. Daha sonraki adım bu riskle nasıl baş edebilecekleridir. Şirketler kendi kurumları için en önemli olan yöntemleri seçme çabası içerisindedirler. Günümüzde riskten korunma teknikleri içerisinde vadeli işlem sözleşmeleri geniş bir yer kazanmıştır. Türev piyasalar riskten korunma için geliştirilmiş piyasalar olup, günümüzde çok yaygınlaşmıştır.

İster riskin belirlenmesinde isterse de ölçümünde modern yöntemlerle birlikte geleneksel yöntemler de kullanılmaktadır. Konuda da Gap analizi , durasyon analizi gibi yöntemlerin yararları araştırılmıştır.

İlk bölümlerde yapılan tüm bu çalışmalar aslında ülkemizde de şirketlerin nasıl bir strateji izlediklerini ortaya koymak içidir. Bunun için Türkiye'de VİOP sisteminin ortaya çıkışı araştırılmış, BİST üzerinde görünümü izlenmeye çalışılmıştır. Türkiye'de borsanın tarihini de içine alan bir günümüz borsası araştırılmış, son dönemlerdeki gelişmeler izlenmiş ve BİST işlem şekli ortaya konulmuştur.

VİOP işlemlerinin çok önemli hale gelmesi devleti şirketleri teşvik etmek için çalışmalar yapmasına etki etmektedir. Her yıl düzenlenen ödül törenlerinde en başarılı şirketler ödüllendirilir, onların izledikleri stratejiler, nasıl başarılı oldukları ortaya konulur. Son bölümde de 2014 yılı itibariyle VİOP işlemleri yapan, yani en fazla işlem gören ilk üç şirket örnek alınmış, onların verileri incelenmiştir. Ayrıca çalışmamızda BİST' de işlem gören sanayi, hizmet ve perakendecilik sektörlerinde faaliyet gösteren birer şirketler de incelenmiştir. Esas faaliyet konuları vadeli işlem olmayan bu şirketlerin seçilmesine neden işlem hacimleri ve mali tablolarında finansal yatırımlar veya türev araçlar kalemlerini bulunması belirleyici rol oynamıştır.

Günümüzde şirketlerin etkili bir strateji seçmesiyle olası tehditlere ve risklere karşı korunmalarının mümkün olması veya risklerini minimuma indirmesi mümkündür.

Bu araştırmada da riskle ilgili bilgilere yer verilmiş ve artan yoğun rekabet ve tehditler karşısında şirketlerin nasıl bir durum sergiledikleri ve risklerden korunmak için nasıl bir yöntem geliştirdikleri araştırılmaya çalışılmıştır. Örnek olarak alınan İş Yatırım Menkul Değerler şirketinin 3 yıllık bilgileri esas alınmış ve muhasebede incelenmesi

önemli olan dört tabloya göre değerleme yapılmıştır. 5,4 milyar TL aktif büyüklüğüyle sektörün yaklaşık üçte birini temsil eden şirket 2014 yılında toplam 62,9 milyon TL konsolide net kar elde etmiştir. Bilanço, Gelir Tablosu, Nakit Akış Tablosu ve Özkaynak Değerleme Tablosu esas alınarak elde edilen bilgilerden de anlaşıldığı gibi şirketin izlediği stratejiler günümüzün finansal durumuna ayak uydurmaktadır. Şirket dönen varlıklara duran varlıklardan daha fazla önem vermekte. Her geçen yıl şirketin finansman riskinde görünen düşüş şirketin sağladığı başarının bir göstergesi olmaktadır. Satış maliyetlerinin düşürülmeye çalışılması satış gelirlerinin artmasına neden olmaktadır. Vadeli işlem piyasalarında en önemli işlerden olan finansal bonolara yatırılan harcamaların atması buradan sağlanan gelirleri de artırdığı görülmektedir.

Aynı şekilde vadeli işlem sektöründe faaliyet gösteren diğer iki şirketin de finansal durumlarına baktığımızda da, esas faaliyet konuları vadeli işlemler olan bu şirketlerin sağladıkları kar, gerçekten de vadeli işlem sözleşmelerinin finansal piyasalardaki başarısını göstermektedir.

Esas faaliyet konuları vadeli işlemler olmayan diğer üç şirketin finansal durumlarına baktığımız zaman da, vadeli sözleşmelerin uygulandığı yıllarda bu şirketlerin sağladıkları başarılar, şirketlerin karını artırmaktadır. Aynı şekilde vadeli sözleşmeler olası tehditler ve riskler karşısında onları koruyan enstrümanlar olarak işlem görmektedirler.

Bu araştırmadan çıkarılan sonuca göre, iyi bir risk politikası izlemek ve şirket risklerini minimuma indirmek için öncelikli olarak doğru bir planlama yapılması gerekmektedir. Bu plan doğrultusunda işlem gerçekleştirilmeli ve piyasaya ayak uydurmak için güncel olarak yenilikler takip edilmelidir. Likidite gücünün fazla olması, dönen varlılara yatırımların artırılması ve finansal bono ve diğer kıymetli evraklara yatırımların artırılması riskten korunmak için kullanilan esas yöntemlerden biridir. İncelemelerden de anlaşıldığı gibi aynı piyasada olan şirketlerin bir birini takip etmesi ve riskten korunmak için benzer yöntemler kullanması onların da risklerinin minimuma indirmelerinde faydalı olabilir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

AKDOĞAN Nalan, TANKER Nejat, **Finansal Tablolar ve Mali Analizler Teknikleri Kitabı**, 13. Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi, 2010

AKGÜC Öztin, **Finansal Yönetim**, 8. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayım, 2010

AKŞİT Bilgütay, **Şirketler Muhasebesi**, İstanbul: Der Yayınları, 1996, İstanbul

ALTAY, Erdinç, **Bankacılıkta Risk,** İstanbul: Derin Yayınları, 2014

ANSAYN Turgut, **Anonim Şirketler Hukuku,** 6. Basım, Ankara: Karahan Kitapevi.

BANKS Jerry, CARSON S. John II, NELSON L. Barry, NİCOL M. David, **Discrete Event System Simulation**, Pearson Edition

BARAÇLI Hayri, İME Mustafa, **Kurumsal İşletmelerde Finansal Yönetim,** İstanbul: Alfa Yayınları, 2013

BAYKAL, Besim, **Organizasyonların Yönetimi,** Met/Er Matbaası, 1981

BOLGUN K. Evren, AKÇAY M. Barış, **Risk Yönetimi,** 1. Basım, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2003

BOZKURT Tamer, **Şirketler Ve Kooperatifler Hukuku**, Güncellenmiş 8. Baski, XII Levha, İstanbul, Temmuz, 2013

BOZKURT Ünal, **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İstanbul İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 1998

B. MADELBROT Benoit, L. HUDSON Richard, **Finansal Piyasalarda Düzen,** 1. Basım, İstanbul: Güncel Yayıncılık, 2005

MARİSSON, Christopher, **The Fundamentals of Risk Management,** Macgraw Hill, Boston, 2002

CHAN Hang Ngai, WONG Ying Hoi, **Simulation Techniques in Financial Risk Management**, Willey Edition, 2015

C. HULL, John, **Risk Management and Financial İnstructution,** Dearson, Boston, 2010

ÇAĞLAR, **Hayrettin, Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması,** Turhan Kitapevi, Ankara, Ekim, 2010

ÇEVİK Orhan Nuri, **Uygulamada Şirketler Hukuku,** 3. Basım, Ankara: Yetkin Yayınları, 2002

E. COPELAND, Thomas, J. WESTON Fred, **Managerial Finance**, Dryden Press, Chicago, 1989

EROĞLU Muzaffer, **Türk Hukuku'nda Tek Ortaklı şirketler,** LHD, Nisan 2008

EREN, Erol, **İşletmelerde Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası**, 7. Baskı, Beta Basım Yayın, 2005

EROL Ümit, **Türev Piyasalar,** Uğur Yayın Üretim, Ağustos, 2014

EROL, Ümit, Vadeli İşlem Piyasaları, İlk Baskı, İstanbul, Emir Ofset Matbaacılık, Mayıs, 1999

FETTAHOĞLU Abdurrahman, **İşletmelerde Uluslararası Finans**, 1. Baskı Kocaeli: Umuttepe Yayınları, 2014

GEİTHER Timothy, **Stress Test: Reflection on Financial Crises**, New York, ABD: Random House Business Books, 2014

GÜNAY Süleyman Gökhan, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Pradigma Akademik Yayınları, 2015.

HOCHER A. Karen, **Essentials of Financial Risk Management**, USA, Jhon Willey SonsInc, 2005

KAVAK Ahmet, **Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri**,1.Basım,İstanbul: Beta Basım, 2005

KAZGAN Haydar, **Tarih Boyunca İstanbul Borsası**, İstanbul 1995

KILIÇ Özlem, **Risk Değerlendirilmesi,** Ankara: Türkiye İşveren Sendikaları Federasyonu, Mayıs 2014

KIZILDAĞ Duygu, **İSO 31000 Risk Yönetimi**, 1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2014

KORALTÜRK Murat, **Osmanlı Devleti'nde Şirketleşme. İlk Anonim Şirket ve Borsanın Kuruluşu, Osmanlı,** Cilt 3, Ankara 1999

KORKMAZ, TURHAN ve CEYLAN, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Yayınevi, 2010

KORKMAZ Turhan, CEYLAN Ali, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 14. Basım, İstanbul: Ekin Basım Yayım, 2015

KOZANOĞLU Hayri, **Uçuramayan Balon: Finans**, İstanbul: Ayrıntı Yayınları, 2011

LAMFALUSSY Alexandre, **Financial Crises in Emerging Markets**, New Haven, ABD: Yale University Press, 2014

MISHKIN S. Frederic, **Finansal Piyasalar Ve Kurumlar**, Bilim Teknik Yayınevi, Çeviri; İlyas ŞIKLAR, Ahmet ÇAKMAK, Suat YAVUZ, İstanbul, 2015

MOROĞLU Erdoğan, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Değerledirme ve Öneriler,** 1. Basım, İstanbul: İstanbul Barosu, 2005

ORAKÇIOĞLU İsmail ve KAHYAOĞLU Sezer Bozkuş, **Türev Piyasalarda Teminatlandırma Yöntemleri**, 1. Baskı, Ankara: Efil Yayınevi, 2011

ÖZDEMİR Gözde, Türk Bankacılık Sektöründe Faiz Oranı Riski Algısı Ve Yönetimi, Ekim 2011

PASLI Ali, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul, 2004

PARASIZ İlker, **Para Banka ve Finansal Piyasalar,** İstanbul, 2009

POROY Reha, TEKİNALP Ünal, ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku**, 9. Basım, İstanbul: 2003

PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Temel Esaslar**, 2. Baskı, Adana: Karahan Kitabevi, 2004

PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Temel Esaslar,** 10. Basım, Ankara: Karahan Kitapevi, 2011

Rosenfeld D. James, **The Selected Works of George J. Benston. Volumer: Accounting and Financial,** Oxford: Oxford University Press, 2014

SARIKAMIŞ Cevat, **Sermaye Pazarları**, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2000

SAYILGAN Güven, **İşletme Finansmanı**, 6. Baskı, Ankara: Turhan Kitapevi, 2013

SUDİ Apak ve UYAR Metin, **Türev Ürünler ve Finansal Teknikler,** 1. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi, 2011

SUDİ Apak, UYAR Metin, **Türev Ürünler ve Finansal Teknikler,** İstanbul: Beta Yayınevi, 2011

TANRIÖVEN Yalçıner, Kürşar, Cihan, BAL Hasan, AKSOY Emine Ebru, **Finansal Teknikler ve Türev Araçlar**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, 2011

TEKİL Fahiman, **Anonim Şirketler Hukuku,** İstanbul, 1998

TEKİNALP Ünal, **Tek Kişilik Ortaklık I Tek Pay Sahipli Anonim Ortaklık**, Baskı, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2011

TOKMAKOĞLU Buğra, **İşletmeler İçin Risk Çeşitleri,** İstanbul, 2009

YARIZ Ahmet, **Bankacılıkta Risk Yönetimi – Risk Matrisi Uygulaması,** Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık, 2012

YAYLA Ümit, **Anonim Ortaklık Genel Kurulları, Elektronik Genel Kurullar,** 1. Baskı, İstanbul: XII Levha, Nisan 2013

YILDIRIM Abdurrahman, **Tophane' de Büyük Oyun**, 3. Baskı, Güncel Yayıncılık, İstanbul 1995

YILDIZ Şükrü, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara, 2004

YILMAZ Mustafa Kemal, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002

YURTSEVER Gürdoğan, **Bankacılığımızda İç Kontrol,** İstanbul: Beta Basım Yayım, 2010

SÜRELİ YAYINLAR

AKSAKALLI Sedat, **"Anonim Şirketlerde Temsil", Yaklaşım Dergisi,** İstanbul, 2005

ALTUNTEPE Nihat, 2008 Küresel Krizinin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerinde Etkilerinin Dinamik Bir Analizi, **Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi,** 2009

APAK Talha, "Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 62,(Ocak- Şubat- Mart 2003)

ATEŞLİ Erkan, "Anonim Şirketin Kanuni Temsilcisinin Ödenmemiş Vergi Borçları Karşısındaki Sorumluluğu", **Yaklaşım Dergisi,** 163.İstanbul, 2000

ATTİLA İclal, ''Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde Risk Yönetimi'', **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi,** Cilt XXIX Sayı II, 2010

AYDOĞAN Esenay, 1980'den Günümüze Türkiye'de Enflasyon Serüveni, Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 2004

AYGÜN Fethi, "Temsil Yetkisi Olmaya Anonim Şirket Yönetimi Kurulu Üyesinin Kamu Borçlarından Sorumluluk Durumu", **Yaklaşım Dergisi**, İstanbul, 2004

AYYILDIZ, Musa, Borsaların dönüşümüne ilişkin önerileri için bknz., Menkul Kıymet Borsalarının Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler, **Yeterlik Etüdü,** Ankara, 2000

BAK, Başak. "Borsa Opsiyon Sözleşmesi", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi,** Sayı 64, 2009

BALABAN Ercan, Opsiyonlar, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: **9501,** 1995

BENE Güngör, "Finansal Türevlerin Muhasebeleştirilmesi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,** Cilt No: 15, Sayı: 1-2

BEŞİRLİ Mehmet, Osmanli'da Borsa: Dersaadet Tahvilât Borsasi'ndan Eshâm Ve Tahvilât Borsasi'na Yeni Düzenleme Girişimleri, **Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** Elaziğ 2009

CANKAR Kemalettin, ATA Ali, Riskten Korunma Aracı Olarak Türev Ürünlerin Gelişmiş Ülkeler ve Türkiye'de Kullanımı, Afyon Kocatepe Üniversitesi, **İ.İ.B.F. Dergisi**, 2002

CERAN Mustafa, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi Cilt 2,** Sayı 4, 2011

ÇAĞDAŞ Berk, GĞRSOY Cudi Tuncer, Şirketlerde Finansal Risk Yönetimi Amaçlı Bir Modelin Geliştirilmesi Yöntemi ve Aşamaları, **İTÜ Dergisi**, Sayı 3, Haziran 2003

DELİCE Güven, Finansal Krizler, Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif, **Erciyes Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 20, 2003

E. SAVAŞ Başçı, "Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap'ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımı", **Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, Y. 11,** No. 12, 2003

ERSOY Ersan, Türkiye'de ve Dünyada Organize Türev Piyasaların Gelişimi, **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Temmuz 2011

EYYUBOĞLU Ayşe, Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları: Yapısı, İşleyiş Mekanizmaları ve Bazı Ülke Örnekleri, **Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No 21**, 1995

KARATEPE Yalçın, Türev Piyasaları, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilmler Yayınları,** Ankara, 2000

DİĞER YAYINLAR

Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme

Basle Commitee on Banking Supervision, Working Paper on The Regulatory Treatment of Operating Risk, Boston, 2001

Resmi Gazete, BDDK '' Bankalar İç Denetim ve Risk Yönetimi Hakkında Yönetmenlik '', Sayı 24312, 8 Şubat, Ankara, 2001

T.C. Millî Eğitim Bakanlığı, Muhasebe Finansman, Şahıs Şirketleri, 344mv0020, 2011

Sermaye Piyasası Kurulu, Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler, Yayın No: 60, Ankara, Ocak 1997

SPK, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklıkları-2

Türev Piyasaları-Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi ve Gelişimi" Sermaye Piyasası Kurulu, Halka Açılma, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları 10, Ankara, Mart 2007

VİOP, VİOP Hakkında Sıkça Sorulan Sorular, Aralık 2015

VİOP, VİOP Hakkında Sıkça Sorulan Sorular, Aralık 2015, s. 7.

Sayıştay Başkanlığı, Risk Yönetimi Rehberi, Temmuz 2006

Türkiye Bankalar Birliği, Bankaların Risk Yönetimi Çalışmaları Hakkında Değerlendirme, Nisan 2004

RAPORLAR

Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi Ve Bağlı Ortaklıkları, **31 Aralık 2015 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Konsolide Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu, http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=1457** (20.04.2016)

Kaynak: TEB Finansman A. Ş., **31 Aralık 2015 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetim Raporu,** **http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=2147** (21.04.2016)

Kaynak: Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş. **31 Aralık 2015 Tarihi İtibariyle Hazırlanan Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu,** http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler/detay.aspx?sId=961 (22.04.2016)

TEZLER

AKYÜZ Meltem, **Mali Başarısızlık Riskinin Genel Olarak Değerlendirilmesi Ve Türk Mevduat Bankaları Üzerine Bir Deneme**, (Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1996

Erdoğan, İlhan, **Kültürün Yönetim FonksiyonlarınaUygulanmasının Etkisi ve Faktör Analizi Yöntemi İle Bir Araştırma,** (Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, 1975

EVİN Kenan, **İşletmelerde Finansal Risk Yönetimi Ve İMKB İşlem Gören Çimento Şirketine Yönelik Bir Uygulama**, (Yüksek Lisans Tezi), Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014

GÜMÜŞ Erhan, **Türkiye'de Şahıs Ve Sermaye Şirketlerinin Vergisel Açıdan Karşılaştırılması Ve Değerlendirilmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa, 2006

KESKİN Yasemin, **İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Tahmini, Çok Boyutlu Model Önerisi Ve Uygulaması**, (Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002

İNTERNET ADRESLERİ

http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2016/02/08/borsa-istanbul-viop-2015-yilinda-dunyanin-en-hizli-buyuyen-turev-urunler-piyasasi-oldu,

http://finansrisk.com/2012/02/22/durasyon-faiz-risk/ ,

http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda

http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=451&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf,

http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda

http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda

https://polen.itu.edu.tr/bitstream/11527/5853/1/1721.pdf

www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi11.doc

http://www.borsaistanbul.com/sirketler/borsada-islem-gorme/spk-kaydindaki-sirketler/islem-gorme-kriterleri

http://www.borsaistanbul.com/sss/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop

http://halkaaciksirketler.nedir.com/#ixzz3g2pDQhoH

http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1336717-borsa-istanbul-yabanci-sirketleri-listingistanbul-ile-cagiracak/

http://www.borsanedir.tv/borsa/borsa-istanbul-a-s/diger-faaliyetler/listingistanbul/

http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1336717-borsa-istanbul-yabanci-sirketleri-listingistanbul-ile-cagiraca

http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1336717-borsa-istanbul-yabanci-sirketleri-listingistanbul-ile-cagiraca

http://www.paftakimi.com/2014/09/gap-analizi-nasl-yaplmaz-1.html

http://www.finansdanismanim.com/bistech-nedir-bistech-projesiyle-hisse-senedi-piyasasinda-neler-degisecek/

http://www.finansdanismanim.com/bistech-nedir-bistech-projesiyle-hisse-senedi-piyasasinda-neler-degisecek/

http://www.borsaistanbul.com/endeksler

http://www.forexcim.com/makale/19/borsa-endeks-nedir.html

http://bankamufettisleri.blogspot.com.tr/2013/07/bist-ve-bist-endeksleri-nedir.html

http://www.borsaistanbul.com/sss/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop

http://www.borsaistanbul.com/sss/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop

http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi

http://www.borsabeklenti.com/smf/index.php?topic=829.0

http://www.borsabeklenti.com/smf/index.php?topic=829.0