



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL KREDİ DERECELENDİRME

37 Konuluk Ders Notları

SPL Kredi Derecelendirme konularının tamamı için benzensor'un hazırladığı özgün konu anlatımı notları.

KİTAPÇIK

Ders / bölüm	5
Konu anlatımı	37
Kelime	33.557

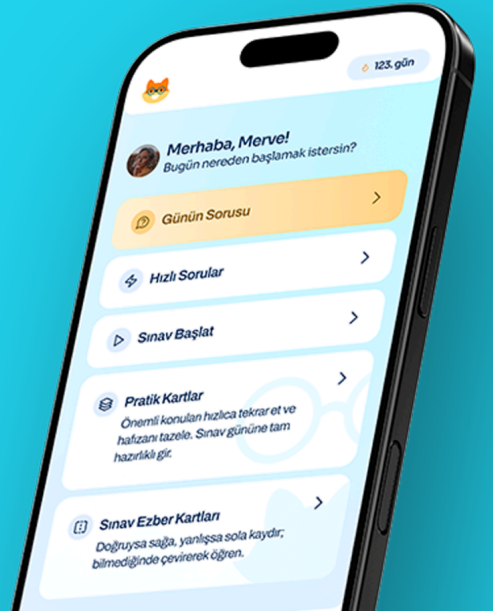
KAPSAM

Sınav konu listesinin tamamı
Özgün benzensor anlatımı
Resmî kurum yayını değildir

Konu Anlatımı ve Soru

Cebinde!

benzensor uygulamasında bu konuların anlatımını dinleyebilir, her konudan soru çözebilir ve gerçek sınav simülasyonuna girebilirsin.



Bu kitapçık hakkında

SPL Kredi Derecelendirme ders notları · 2026 baskısı · 37 konu

Bu kitapçık nedir?

Bu kitapçık benzensor'un hazırladığı **özgün çalışma notudur**. Konu anlatımlarının tamamı benzensor tarafından yazılmıştır; hiçbir kaynaktan olduğu gibi alınmamıştır. Amacı sınava hazırlanan adaya konuyu bütünlüklü bir anlatımla aktarmaktır.

Resmî bir yayın değildir

Bu belge ÖSYM, SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu), Diyanet İşleri Başkanlığı, TÜRMOB/TESMER veya sınavı düzenleyen başka bir kurumun yayını değildir; hiçbir resmî geçerliliği yoktur. Kitapçıkta yer alan hiçbir ifade, ilgili kurumların resmî görüşü olarak okunamaz.

Hangi kaynaklara dayanılarak yazıldı?

Anlatımlar aşağıdaki kaynaklara dayanılarak, özgün metin olarak yazılmıştır. Bir çelişki durumunda bağlayıcı olan bu kitapçık değil, aşağıdaki resmî kaynakların güncel metinleridir:

- SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.) lisanslama sınavı çalışma notları

Kapsam ve mevzuat değişikir

Bu baskı **29 Temmuz 2026** tarihinde üretilmiştir ve içeriği o tarihteki sınav konu listesine ve mevzuata dayanır. Sınav kapsamı, konu ağırlıkları ve mevzuat değişebilir; çalışmadan önce sınavı düzenleyen kurumun yürürlükteki kılavuzunu ve ilgili mevzuatın güncel metnini mutlaka kontrol et.

Hata bildirimi

Kitapçıkta bir hata gördüysen **destek@benzensor.com** adresine yazarak bildirebilirsin; düzeltilen içerik bir sonraki baskıya işlenir.

Kapsam

#	DERS / BÖLÜM	YAZILAN / TOPLAM KONU
1	Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları	13/13
2	Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri	10/10
3	Ticaret Hukuku	2/2
4	Muhasebe ve Finansal Raporlama	6/6
5	Kredi Derecelendirmesi	6/6

Bu kitapçık, sınav konu listesindeki tüm başlıkları kapsar.

İçindekiler

1. Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları

- 1.1 Sermaye Piyasası Kanunu
- 1.2.1 Özel Durumlar Tebliği II-15.1
- 1.3.1 Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1
- 1.4.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1
- 1.4.2 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.5
- 1.4.3 Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği III-55.1
- 1.4.4 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1
- 1.4.5 Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2
- 1.4.6 Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.3
- 1.4.7 Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.4
- 1.4.8 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3
- 1.5.1 TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları
- 1.5.2 Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

2. Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri

- 2.1 Paranın Zaman Değeri ve Faiz Hesaplamaları
- 2.2 Getiri ve Risk
- 2.3 Portföy Teorisi
- 2.4.1 Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
- 2.4.2 Arbitraj Fiyatlama Modeli
- 2.4.3 Diğer Modeller
- 2.5 Temel Analiz
- 2.6 Teknik Analiz
- 2.7 Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi
- 2.8 Portföy Performans Ölçüm Teknikleri

3. Ticaret Hukuku

- 3.1 Türk Ticaret Kanununun Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümleri (Madde 124–210)
- 3.2 Türk Ticaret Kanununun Anonim Şirketlere İlişkin Hükümleri (Madde 329–562)

4. Muhasebe ve Finansal Raporlama

- 4.1 Muhasebenin Temel Kavramları, İlkeleri ve Genel Muhasebe
- 4.2.1 Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve
- 4.2.2 TMS/IFRS
- 4.2.3 Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1
- 4.3.1 Temel Kavramlar

4.3.2 Bağımsız Denetime İlişkin Düzenlemeler

5. Kredi Derecelendirmesi

5.1.1 Genel Esaslar

5.1.2 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VIII, No: 51

5.2 Kredi Riski Ölçümü

5.3 Finansal Analiz

5.4 Kredi Derecelendirmesi

5.5 Basel Sermaye Uzlaşısı ve Kredi Riski

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.1 - Sermaye Piyasası Kanunu

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu: Piyasanın Kurucu Çerçevesi

KISACA

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların sermaye piyasası araçlarının alım satımı yoluyla tasarruf sahiplerinden fon talep edenlere aktarıldığı, iki kesim arasında doğrudan bir finansman köprüsü kuran piyasadır. Bu piyasanın kurallarını koyan temel metin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'dur; Kanun, 1981'den beri yürürlükte olan 2499 sayılı eski Kanun'un yerini almış, yeni Türk Ticaret Kanunu'na ve Avrupa Birliği mevzuatına uyum ile piyasanın değişen ihtiyaçları gözetilerek hazırlanmıştır.

Kanun bir çerçeve kanundur: ana esasları çizer, ayrıntıyı ise uzman kamu otoritesi olan Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakır. Kurul bu yetkiyle yönetmelik, tebliğ ve ilke kararları çıkarır, gelen başvuruları sonuçlandırır, düzeni bozan fiillerde tedbir uygular, idari para cezası keser ve gerektiğinde Cumhuriyet başsavcılıklarına başvurur. Düzenleme hiyerarşisinde en üstte Kanun ve Kurul düzenlemeleri yer alır; genel hükümlere ancak konunun sermaye piyasası mevzuatında hiç düzenlenmemiş olması ve ilgili özel kanunda bu Kanun'un uygulanmayacağına açıkça belirtilmiş olması hâlinde başvurulur. Kanun'un düzenlediği piyasayı beş unsur üzerinden okumak öğrenmeyi kolaylaştırır: fon talep eden ihraççılar, fon arz eden yatırımcılar, sermaye piyasası araçları, aracılık eden yardımcı kuruluşlar ve borsalar.

Sermaye piyasasını anlamadan bu Kanun'u anlamak güçtür, o yüzden oradan başlamak gerekir. Bir ekonomide elinde birikmiş tasarrufu olan kesim ile bu tasarrufa ihtiyaç duyan kesim vardır; sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların sermaye piyasası araçları aracılığıyla birinci kesimden ikinci kesime aktarılmasını sağlar. Bu tanımdaki belirleyici sözcük doğrudan sözcüğüdür; çünkü fon veren ile fon isteyen, bir bankanın ya da başka bir aracının bilançosuna hiç girmeden, doğrudan aracın alım satımı üzerinden birbirine bağlanır. Bu piyasanın iki katmanı vardır. Araçların ihraççı tarafından ilk defa çıkarılıp satıldığı yere birincil piyasa, daha önce ihraç edilmiş araçların yatırımcılar arasında el değiştirdiği yere ise ikincil piyasa denir. İkincil piyasa ihraççıya yeni fon getirmez, ama likidite sağlar, birincil piyasadaki fiyata referans oluşturur ve borçlanma araçlarının vadesini belirlemede etken olur. Araçlar el değiştirirken teslim işlemin hemen ardından yapılıyorsa spot, ileri bir tarihe bırakılıyorsa vadeli piyasadan söz edilir.

Bu piyasanın beş unsuru vardır. Fon talep edenler, araç ihraç ederek kaynak toplayan ihraççılardır; Kanun ihraççıyı, kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç, sermaye piyasası aracı ihraç eden, ihraç için Kurula başvuran ya da araçları halka arz edilen tüzel kişiler ve bu Kanuna tabi yatırım fonları olarak tanımlar. Buradan çıkan önemli sonuç şudur: yatırım fonları hariç, tüzel kişiliği olmayan yapılar ve gerçek kişiler sermaye piyasası aracı ihraç edemez. Fon arz edenler, tasarruflarını getiri beklentisiyle bu araçlara yatıran yatırımcılardır; Kanun, onlara sağlanacak korumayı farklılaştırabilmek için yatırımcıların bireysel-kurumsal, nitelikli-nitelikli olmayan biçiminde sınıflandırılmasına izin verir. Kalan üç unsur ise şunlardır: işlemlerin konusunu oluşturan sermaye

piyasası araçları, iki tarafın arasına girip aracılık eden yardımcı kuruluşlar ve alım satımın kurallı biçimde yürütüldüğü borsalar. Kanun yardımcı kuruluşları sermaye piyasası kurumları başlığı altında toplar; yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları, portföy yönetim şirketleri, bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları ile merkezî takas ve saklama kuruluşları bunların başlıcalarıdır.

Kanun aynı zamanda kendi alanındaki düzenlemelerin hangi sırayla uygulanacağını da belirler. En üstte 6362 sayılı Kanun ile ona dayanılarak Kurulca çıkarılan yönetmelik, tebliğ ve ilke kararları; ardından Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile borsa mevzuatı gibi sermaye piyasasını ilgilendiren diğer düzenlemeler; en altta ise Türk Medeni Kanunu, Borçlar Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu gibi genel hükümler yer alır. Burada dikkat edilecek nokta şudur: genel hükümler kendiliğinden devreye girmez. Genel hükümlerin bir konuda devreye girebilmesi iki koşula birden bağlıdır: o konunun sermaye piyasası mevzuatında hiç düzenlenmemiş olması ve ayrıca ilgili özel kanunun bu Kanun'un uygulanmayacağını açıkça söylemiş olması. İşte bu ölçüt, sermaye piyasası alanında Kanun'a ve Kurul düzenlemelerine birincil mevzuat statüsü kazandırır.

Kanun'un en belirleyici özelliği çerçeve kanun olmasıdır. Çerçeve kanun, konunun emredici ana esaslarını ve hareket sınırlarını belirledikten sonra ayrıntıyı düzenleme yetkisini bu alanda uzmanlaşmış Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakır. Kurul da bu yetkiyle iki temel işlevi yerine getirir: bir yandan ikincil düzenleme yapıp gelen başvuruları sonuçlandırır, diğer yandan düzeni bozan fiiller karşısında tedbir uygular, idari para cezası keser ve gerektiğinde ilgili hususları Cumhuriyet başsavcılıklarına bildirir. Kurul bu yönüyle klasik anlamda bir düzenleyici ve denetleyici kurumdur. Kanun'un bugünkü hâline gelmesinde üç etken belirleyici olmuştur: bir Temmuz iki bin on ikide yürürlüğe giren yeni Türk Ticaret Kanunu'nun ortaklık hukukunda getirdiği yenilikler, Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne uyum süreci ve giderek karmaşılaşan piyasanın doğurduğu ihtiyaçlar.

Kanun her kurum ve işleme aynı ölçüde uygulanmaz. Yüz otuz altıncı madde bazı kuruluşları tümüyle kapsam dışında bırakır ya da sınırlı olarak Kanun'a tabi kılar. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na, işlemlerine ve bünyesindeki sistemlere Kanun kural olarak uygulanmaz. Bankalar ise ancak sermaye piyasası aracı ihraç etmeleri veya sermaye piyasası faaliyetinde bulunmaları ölçüsünde ve bunlarla sınırlı olarak Kanun'a tabidir; halka açık bir banka için kurumsal yönetim ilkeleri de Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun görüşü alınarak uygulanır. Bankalar ve sigorta şirketleri kuruluş, gözetim, muhasebe ve bağımsız denetim standartları bakımından kendi özel mevzuatına tabi kalır.

Sermaye piyasası aracı kendisi bir şemsiye kavramdır; menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları bu şemsiyenin altında toplanır. Kanun menkul kıymeti tek tek saymak yerine sağladığı hakkın niteliğine göre tanımlar: bir araç ortaklık ya da alacaklılık hakkı veriyorsa menkul kıymettir. Ortaklık hakkı veren tipik araç paydır; alacaklılık hakkı verenler tahvil ve benzeri borçlanma araçlarıdır; menkul kıymetleştirmeye dayalı, varlık ve gelirlere bağlı borçlanma araçları da bu kümededir. Türev araçlar ise değeri bir dayanak varlığın fiyatındaki değişime bağlı olan, çoğu zaman çok küçük bir teminatla işleme konu edilebilen araçlardır. Bir varant, dayanağını satın alma hakkı verdiği için menkul kıymet değil türev araç sayılır. Yatırım fonu katılma payları, gayrimenkul sertifikaları ve kira sertifikaları ise diğer sermaye piyasası araçları başlığına girer.

Bu araçların hukuk dünyasına çıkması ihraç ile olur; Kanun ihracı, araçların ihraççı tarafından halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışı olarak tanımlar. İhraç üst kavram, halka arz ise onun bir türüdür; ikisini ayıran ölçüt satışın muhatabının belirli mi yoksa belirsiz mi olduğudur. Halka arz, araçların satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bunu izleyen satışı ifade eder, yani belirsiz bir kitleye seslenir. Yatırımcı bu piyasada esasen bilgilendirilerek korunur; bu yüzden araçların halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve bunun Kurulca onaylanması, halka arz edilmeksizin ihraçta ise daha dar kapsamlı bir ihraç belgesi düzenlenmesi zorunludur.

Araçların hukuki varlığı kaydi sistem üzerinden izlenir. Sermaye piyasası araçları senede bağlanmadan Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde elektronik ortamda kayıt olarak tutulur. Burada benimsenen kural açıklayıcı kayıt sistemidir; yani kaydın kurucu bir etkisi yoktur, tek başına bir hakkı doğurmaz veya sona erdirmez. Bu kuralın tek istisnası şudur: araç üzerindeki bir hak üçüncü kişilere karşı ileri sürülürken, Merkezi Kayıt Kuruluşu'na yapılan bildirimin tarihi ölçü alınır.

Kanun yatırımcıyı korumak için ayrıca bir tazmin mekanizması kurar. Kamu tüzel kişiliğini haiz Yatırımcı Tazmin Merkezi, yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüklerini yerine getiremediğinin tespiti hâlinde devreye girer; bunun için ayrıca iflas ya da tedrici tasfiye kararı verilmiş olması gerekmez. Merkez'in hak sahibi her bir yatırımcıya ödeyeceği azami tazmin tutarı yüz bin Türk Lirasıdır ve Cumhurbaşkanı bu tutarı beş katına kadar artırmaya yetkilidir; yatırımcının yatırım danışmanlığından ya da piyasadaki fiyat hareketlerinden doğan zararları ise tazmin kapsamı dışındadır.

Düzeni korumak için Kanun Kurul'a güçlü araçlar verir. Kurul'un elindeki yaptırım araçları iki yönlüdür; idari düzlemde tedbir alıp idari para cezası uygularken, suç niteliğindeki fiillerde konuyu Cumhuriyet başsavcılığına taşır. Kurul'un bu yazılı başvurusu bir muhakeme şartı sayılır; başvuru yapılmadıkça ilgili suçlar bakımından soruşturma ve kovuşturma yürütülemez. Piyasaya özgü suçların başında, içeriden öğrenenlerin ticaretinin karşılığı olan bilgi suistimali ile manipülasyonun karşılığı olan piyasa dolandırıcılığı gelir; bunlara onaylı izahname veya ihraç belgesi olmaksızın satış yapılması anlamına gelen usulsüz halka arz ile izinsiz sermaye piyasası faaliyeti de eklenir. Bütün bunlar bir araya geldiğinde bu ilk başlık, Kanun'un geri kalanını taşıyan bir çatı işlevi görür; hem araçları ve ihraç sürecini tarif eder, hem yatırımcıyı kamuyu aydınlatma yoluyla korur, hem kurumları ile borsaları düzene sokar, hem de Kurul'u bu düzenin gözeticisi olarak konumlandırır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.2.1 - Özel Durumlar Tebliği II-15.1

Özel Durumların Kamuya Açıklanması: İçsel ve Sürekli Bilgi

KISACA

Özel Durumlar Tebliği'nin amacı, yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek piyasanın güvenilir, şeffaf ve adil bir ortamda işlemlerini sağlamaktır. Bu kapsamda özel durum, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmelerdir. Özel durumlar ikiye ayrılır: henüz kamuya açıklanmamış olanlar içsel bilgi, içsel bilgi tanımı dışında kalan her şey ise sürekli bilgidir.

İçsel bilgiler ortaya çıktığında ya da öğrenildiğinde ihraççı tarafından açıklanır. İhraççı, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için, yatırımcıları yanıltmaması ve gizliliği koruyabilmesi kaydıyla açıklamayı erteleyebilir; erteleme sebebi kalkınca bilgi açıklanır ve erteleme kararı ile gerekçesi belirtilir. İçsel bilgilere düzenli erişimi olan kişiler Merkezi Kayıt Kuruluşu'na bildirilir. Payların değerini etkileyecek haber veya söylentiler ile olağandışı fiyat ve miktar hareketlerinde açıklama yapılır.

Sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin belirli oranlara ulaşıldığında ya da bu oranların altına düşüldüğünde de bildirim zorunludur. Açıklamalar Türkçe yapılır, Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden duyurulur ve yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz.

Sermaye piyasasında yatırımcı esasen bilgilendirilerek korunur, bu yüzden ihraççıların neyi ne zaman açıklayacağı ayrı bir tebliğle düzenlenmiştir. Özel Durumlar Tebliği'nin amacı, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemektir. Bunun temelinde iki ilke yatar: bilgiye hızlı erişimin sağlanması ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturulmaması. Bu nedenle açıklanması gereken bir özel durumu bilen kişiler, o durum kamuya duyuruluncaya kadar bilginin gizliliğini korumakla yükümlüdür.

Tebliğ, özel durumları iki kategoriye ayırır. Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler içsel bilgidir. Bu tanımın dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeler ise sürekli bilgi kapsamındadır. Bu ayrım önemlidir, çünkü açıklamanın zamanlaması ve ertelenebilmesi esas olarak içsel bilgiye özgüdür.

İçsel bilgiler ve bunlara ilişkin daha önce kamuya açıklanan hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde ihraççı tarafından açıklama yapılır. Kural ihraççının kendisinin açıklama yapmasıdır, ancak Tebliğ bazı hâllerde yükümlülüğü başka kişilere de yükler. İçsel bilginin, ihraççının bilgisi dışında, doğrudan veya dolaylı olarak toplam oy haklarında veya sermayesinde yüzde on ya da daha fazla paya sahip olan kişilerce öğrenilmesi durumunda, açıklamayı bu kişiler yapar. İhraççının ana ortaklığının ve bağlı ortaklıklarının faaliyetlerinde, finansal yapısında ya da yönetim ve sermaye ilişkilerinde önemli bir değişiklik ortaya çıkarsa, bu durumda da ihraççı açıklama yapar. İçsel bilginin bir ihraççı ya da onun namına hareket eden bir kişi tarafından görevin olağan ifası sırasında üçüncü kişilere açıklanması hâlinde, aynı bilgi ihraççı tarafından kamuya duyurulur.

Her içsel bilginin derhal açıklanması beklenmez. İhraççı, sorumluluğu kendisine ait olmak üzere, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için içsel bilgilerin açıklanmasını, yatırımcıların yanıltılmasına yol açmaması ve bilginin gizli tutulabilmesini sağlaması kaydıyla erteleyebilir. Erteleme sebepleri ortadan kalkar kalkmaz bilgi açıklanır ve yapılacak açıklamada erteleme kararı ile bunun dayandığı sebepler belirtilir; Kurul, gerekli gördüğünde erteleme sebeplerinin yerinde olup olmadığını incelemeye yetkilidir. Erteleme boyunca ihraççı, bu bilgilere erişimi kontrol etmek, erişimi olanların yükümlülükleri kabul etmesini ve yaptırımlardan haberdar olmasını sağlamak, gizliliğin sağlanamaması hâlinde ise bilgiyi açıklamakla yükümlüdür.

Gizliliğin denetlenebilmesi için içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişiler Merkezi Kayıt Kuruluşu'na bildirilir; bu bilgilerde değişiklik olduğunda en geç iki iş günü içinde güncelleme yapılır. Bu liste Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından saklanır ve talep üzerine Kurula ve ilgili borsaya gönderilir. İdari sorumluluğu bulunan kişiler aynı zamanda içsel bilgilere erişimi olan kişiler sayılır. Bir kişinin listede olma sebebi değiştiğinde, listeye yeni bir kişi eklendiğinde veya bir kişinin erişimi kalktığında liste güncellenir.

İhraççılar, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarında veya işlem hacimlerinde olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan değişimler olduğunda, ilgili borsanın talebi üzerine kamuya açıklama yapmak zorundadır; bu açıklamada henüz açıklanmamış bir özel durumun bulunup bulunmadığı belirtilir. Benzer biçimde, araçların değerini etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organlarında ilk kez yer alan ya da daha önce açıklanmış bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentilerin varlığı hâlinde, bunların şirket kaynaklı olup olmadığına bakılmaksızın doğru veya yeterli olup olmadıkları konusunda ihraççı açıklama yapar. Buna karşılık, kamuya açıklanmış bilgilere dayanılarak yapılan yorum, analiz ve tahminler ile geleceğe yönelik değerlendirmeler bu yükümlülüğün dışındadır.

İdari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişiler ile ihraççının gerçek ya da tüzel kişi ana ortağı tarafından, sermayeyi temsil eden paylar ve bunlara dayalı araçlarla gerçekleştirilen işlemler, işlemi yapan tarafından kamuya açıklanır; ancak bu işlemlerin bir takvim yılı içindeki toplam tutarı Kurulca belirlenmiş olan tutara (Tebliğ uygulamasında bu tutar 112.000.000 TL) ulaşmadıkça açıklama yapılmaz, tutarı aşan işlemten itibaren ise sonraki tüm işlemler açıklanır.

Sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişikliklerde ayrı bir eşik sistemi işler. Bir gerçek veya tüzel kişinin ya da birlikte hareket ettiği kişilerin, payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının yüzde beş, on, on beş, yirmi, yirmi beş, otuz üç, elli, altmış yedi veya doksan beş oranlarına ulaşması ya da bu oranların altına düşmesi hâlinde açıklama yapılır. Payları halka arz suretiyle borsada işlem gören halka açık olmayan ortaklıklarda ise bu oranlardan yalnızca yüzde yirmi beş, elli ve altmış yedi esas alınır. Bir kişinin doğrudan işlemiyle bu eşiklere ulaşılması hâlinde açıklama Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından yapılırken, birlikte hareket, dolaylı iktisap veya oy haklarına bağlı ulaşmalarda yükümlülük ilgili kişiye aittir.

Son olarak, payları borsada işlem gören ihraççılar bir bilgilendirme politikası oluşturur ve kamuya duyurur. Bu politikada yatırımcı bilgilendirme toplantılarında açıklanan sunum ve raporlara nasıl ulaşılacağı, haber ve söylentilerin takibi, idari sorumluluğu bulunan kişilerin belirlenme esasları, gizliliğin sağlanmasına yönelik tedbirler ve geleceğe yönelik değerlendirmelerin açıklanma esasları yer alır.

Açıklamaların dili Türkçedir ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndaki ilgili form kullanılarak yapılır; açıklamalar yatırımcıların karar vermesine yardımcı olacak ölçüde zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalı, yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı ve pazarlama ya da reklam amacıyla kullanılmamalıdır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.3.1 - Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1

Kurumsal Yönetim Tebliği: İlkeler, İlişkili Taraf İşlemleri ve Bağımsız Yönetim

KISACA

Kurumsal yönetim, dar anlamda şirket yönetimi ile hissedarlar ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür ve evrensel kabul gören dört ilkeye dayanır: adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk. Sermaye Piyasası Kurulu, Kanun'un kendisine verdiği yetkiye dayanarak Kurumsal Yönetim Tebliği'ni çıkarmıştır; Tebliğ üç temel başlıkta okunur: kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri ve diğer hükümler.

İlkeler, payları Yıldız, Ana ve Alt Pazar'da işlem gören halka açık ortaklıklara uygulanır. Bu ortaklıklar piyasa değerlerine ve fiili dolaşımdaki payların değerine göre üç gruba ayrılır ve Kurulca zorunlu tutulan ilkelere uymakla yükümlü olurken, diğer ilkeler karşısındaki durumlarını uygula-uygulamıyorsa açıkla yaklaşımıyla kamuya bildirir. Bu bildirim Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ve Kurumsal Yönetim Bilgi Formu şablonlarıyla yapılır. İlişkili taraf işlemlerinde belirli oranların aşılması hâlinde değerlendirme yaptırılması ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı aranır. Yönetim kurulunun en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşur ve her durumda bağımsız üye sayısı ikiden az olamaz.

Kurumsal yönetim kavramının tek bir tanımı yoktur, ama en yalın hâliyle dar anlamda kurumsal yönetim, şirket yönetimi ile hissedarlar ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Menfaat sahipleri, şirket faaliyetleriyle doğrudan veya dolaylı ilişki içinde olan ve iyi yönetiminden fayda, kötü yönetiminden zarar gören tüm kişi ve gruplardır; şirketin ortakları ve yöneticileri, çalışanları, müşterileri, tedarikçileri, alacaklıları ve devlet bu kavrama girer. Kurumsal yönetimin evrensel kabul gören dört ana ilkesi vardır. Adillik, şirket yönetiminin bütün hak sahiplerine, azınlık ve yabancı ortaklar dâhil, eşit davranmasını ifade eder. Hesap verebilirlik, yönetim kurulu üyelerinin şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı hesap verme zorunluluğudur. Şeffaflık, ticari sır ve henüz açıklanmamış bilgiler dışında finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz ve kolay erişilebilir biçimde kamuya duyurulmasıdır. Sorumluluk ise yönetimin faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve etik değerlere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini anlatır.

Bu ilkeler kanun düzeyinde de karşılık bulmuştur. Türk Ticaret Kanunu, halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerinin, yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının ve derecelendirme kurallarının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirleneceğini hükme bağlamıştır. Sermaye Piyasası Kanunu ise Kurul'a, halka açık ortaklıkların niteliklerine göre bu ilkelere kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutma ve ilişkili taraf işlemlerine ilişkin esasları belirleme yetkisi vermiştir. Kurul bu yetkiye dayanarak Kurumsal Yönetim Tebliği'ni yayımlamıştır. Tebliğ hükümleri üç temel başlıkta incelenir: kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri ve diğer hükümler.

Kurumsal yönetim ilkeleri, payları borsanın Yıldız, Ana ve Alt Pazar'ında işlem gören halka açık ortaklıklara uygulanır. Zorunlu olarak uygulanacak ilkelerin belirlenmesinde ortaklıklar sistemik

önemlerine göre üç gruba ayrılır; gruplandırmada piyasa değeri ile fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri esas alınır. Birinci gruba, piyasa değerinin ortalaması üç milyar Türk Lirasının ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması yedi yüz elli milyon Türk Lirasının üzerinde olan ortaklıklar girer. İkinci grup, birinci grup dışında kalıp piyasa değeri bir milyar Türk Lirasının ve fiili dolaşım değeri iki yüz elli milyon Türk Lirasının üzerinde olanlardan oluşur. Üçüncü grup ise ilk iki gruba girmeyen diğer ortaklıklardır. Hesaplama her yıl Ocak ayında Kurulca yapılır ve gruplar yeniden belirlenerek Kurul Bülteni'yle ilan edilir.

Tebliğ, kurumsal yönetim ilkelerinden bir kısmını tüm gruplar için zorunlu tutar, kalanları ise uygulamıyorsa açıkla yaklaşımına bırakır. Yani ortaklık zorunlu ilkelere uymak zorundadır; zorunlu olmayan ilkeler karşısında ise uyup uymadığını, uymuyorsa gerekçesini ve doğan çıkar çatışmalarını yıllık faaliyet raporunda açıklar. Bu raporlama Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden iki şablonla yapılır: gönüllü ilkelere uyum durumunu gösteren Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ile mevcut uygulamalar hakkında bilgi veren Kurumsal Yönetim Bilgi Formu. Uyum raporunda şirketler her ilke için evet, kısmen, hayır, ilgisiz veya muaf yanıtlarından birini kullanır; kısmen veya hayır yanıtı verildiğinde tavsiye edilen uygulamadan ne şekilde ayrıldıklarını gerekçesiyle açıklamak zorundadır.

Tebliğ'in ikinci ana başlığı ilişkili taraf işlemleridir. Ortaklıklar ve bağlı ortaklıkları, ilişkili taraflarıyla yapacakları işlemlere başlamadan önce işlemin esaslarını belirleyen bir yönetim kurulu kararı alır. İşlem tutarının, varlık toplamına, hasılatı ya da şirket değerine oranı belirli eşikleri aşarsa ek yükümlülükler devreye girer. Varlık ve hizmet alım veya satımı gibi işlemlerde bu oranın yüzde beşten fazla olacağını öngörülmesi hâlinde, işlem öncesinde Kurulca belirlenen bir kuruluşa değerlendirme yaptırılması zorunludur. Oranın yüzde ondan fazlaya ulaşacağı öngörülyorsa, değerlemeye ek olarak yönetim kurulu kararında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır; ilişkili taraf niteliğindeki üyeler bu toplantıda oy kullanamaz. Bağımsız üyelerin çoğunluğu işlemi onaylamazsa durum Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanır ve işlem genel kurul onayına sunulur; bu genel kurulda işlemin tarafları ve ilişkili kişiler oy kullanamaz. Yaygın ve süreklilik arz eden işlemlerde ise belirli oranın aşılması hâlinde piyasa koşullarına uygunluğu değerlendiren bir yönetim kurulu raporu hazırlanır ve Platform'da açıklanır.

Bu düzenin işlemesi güçlü bir yönetim kurulu yapısına dayanır. Yönetim kurulu üye sayısı her durumda beşten az olamaz ve üyelerin çoğunluğu icrada görevli olmayan üyelerden oluşur. İcrada görevli olmayan üyeler içinde, görevlerini hiçbir etki altında kalmadan yapabilecek bağımsız üyeler bulunur; bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz ve her hâlükârda ikiden az olamaz. Bağımsız üye adayları, aday gösterme komitesinin değerlendirmesi ve yazılı bağımsızlık beyanı üzerine belirlenir ve liste genel kuruldan önce Kurul'a gönderilir; Kurul'un olumsuz görüş bildirdiği kişi bağımsız aday olarak sunulamaz. Yönetim kurulu ayrıca denetimden sorumlu komite, riskin erken saptanması komitesi, kurumsal yönetim komitesi, aday gösterme komitesi ve ücret komitesi oluşturur; denetimden sorumlu komitenin tüm üyeleri bağımsız üye niteliğinde olmalı, komite başkanları da bağımsız üyeler arasından seçilmelidir. Şirket, yönetim kurulundaki kadın üye oranı için yüzde yirmi beşten az olmamak üzere bir hedef belirler.

Tebliğ'in üçüncü başlığı altında yer alan diğer hükümler, ortaklık ile yatırımcılar arasındaki iletişimi kuran yatırımcı ilişkileri bölümünün oluşturulmasını ve bu bölüm yöneticisinin belirli lisanslara sahip olmasını, ayrıca ortaklıkların üçüncü kişiler lehine verecekleri teminat, rehin, ipotek ve kefaletlere ilişkin sınırlamaları düzenler. Kurul, uyum zorunluluğunun yerine getirilmemesi hâlinde gerekli kararları resen almaya, dava açmaya ve gerektiğinde bağımsızlık kriterini sağlayan üyeleri resen atamaya yetkilidir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.1 - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: Yapı, Kuruluş ve Portföy Sınırlamaları

KISACA

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar, gayrimenkul projeleri, altyapı yatırım ve hizmetleri ile sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumudur. Tebliğ iki yapıya izin verir:

gayrimenkul, gayrimenkul projeleri ve gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapan ortaklıklar ile münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklar.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olarak kurulur; başlangıç sermayesi düzenlemede belirlenen asgari tutardan az olamaz ve paylarının belirli bir oranı halka arz edilir. Belirli bir projeye veya alana odaklanan ortaklıklarda aktif toplamın en az yüzde yetmiş beşi bu faaliyet kapsamındaki yatırımlardan oluşur. Portföy yönetiminde sıkı sınırlamalar geçerlidir: tek bir ihraççıya yapılan yatırım aktif toplamın belirli bir oranını aşamaz, hiçbir şirkette belirli bir orandan fazla paya sahip olunamaz, altın ve emtiaya yatırım yapılamaz ve varlıkların alım satımı kural olarak borsa kanalıyla yapılır. Ortaklıklar öz sermayelerinin belirli bir katına kadar kredi kullanabilir ve gayrimenkullerini bağımsız değerlendirme kuruluşlarına değerletmekle yükümlüdür.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sermaye piyasasının gayrimenkule açılan yüzüdür; tasarruf sahiplerinin küçük tutarlarla dahi büyük gayrimenkul portföylerine ortak olabilmelerini sağlar. Tebliğ, gayrimenkul yatırım ortaklığını, belirlenen usul ve esaslar dâhilinde gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, mevduat ve katılma hesapları ile iştiraklerden oluşan bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumu olarak tanımlar. Ortaklık, Kanun'un kırk sekizinci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde Tebliğ'de izin verilen işleri yapabilir.

Tebliğ iki ortaklık yapısı belirlemiştir. Birincisi, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar ve gayrimenkul projelerine yatırım yapan ortaklıklardır. İkincisi, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklardır; bu ikinci yapı sadece bu faaliyette bulunmak üzere kurulmak veya dönüşmek zorundadır ve esas sözleşmesinde bu yönde açık hüküm bulunması gerekir. İki yapı arasında bir geçişkenlik yasağı vardır: altyapı ortaklıkları altyapıyla ilişkisiz gayrimenkullere, diğer ortaklıklar ise arazi nitelik taşıyanlar dışında altyapı yatırımlarına yatırım yapamaz. Belirli bir projeye, gayrimenkule veya alana odaklanarak kurulan ortaklıklarda aktif toplamın en az yüzde yetmiş beşi bu faaliyet kapsamındaki yatırımlardan oluşur ve ortaklığın unvanında bu odağa ilişkin bir ifadeye yer verilir.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulmak mümkün olduğu gibi, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerini değiştirerek bu yapıya dönüşmesi de mümkündür. Kuruluş ve dönüşüm başvurularının Kurulca uygun görülebilmesi için ortaklığın kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması ya da bu sisteme

geçmek üzere başvurması gerekir. Başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermaye ile öz sermayenin her birinin bir milyar Türk Lirasından, münhasıran altyapı portföyü işletecek ortaklıklarda ise bir milyar beş yüz milyon Türk Lirasından az olmaması aranır. Ortaklık, ticaret unvanında gayrimenkul yatırım ortaklığı ibaresini taşır ve başlangıç ya da çıkarılmış sermayesinin en az yüzde yirmi beşini temsil eden payları halka arz edeceğini Kurula karşı taahhüt eder; halka arz sonrasında da bu oranda payın halka açık pay niteliğinde olması zorunludur. Kurulda üzerinde ipotek veya değeri önemli ölçüde etkileyecek takyidat bulunmayan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı aynı haklar aynı sermaye olarak konulabilir ve bunlar ortaklık adına en geç on iş günü içinde tapuya tescil ettirilir.

Kurucu ve ortakların taşıması gereken nitelikler ayrıntılı biçimde sayılmıştır. Kurucuların müflis olmaması, konkordato ilan etmemiş olması, faaliyet izni iptal edilen kuruluşlarda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması, belirli suçlardan mahkûmiyetinin bulunmaması, işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması, muaccel vergi borcunun bulunmaması ve kuruluş kaynağını her türlü muvazaadan uzak biçimde kendi yasal faaliyetlerinden sağlaması gerekir. Ortaklıkta dolaylı olarak yüzde yirmi ve üzerinde pay sahibi olan nihai gerçek kişiler için de bu şartlar aranır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının en dikkat çeken yönü portföy yönetimindeki sınırlamalardır. Ortaklıklar alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla her türlü gayrimenkulü alıp satabilir, kiralayabilir ve kendi mülkiyetlerindeki ya da kat karşılığı sözleşme yaptıkları arsalar üzerinde proje geliştirebilir; ancak portföye alınacak bina ve benzeri yapılarda kural olarak yapı kullanma izninin alınmış ve kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması gerekir. Ortaklık hiçbir şirkette sermayenin veya oy haklarının yüzde beşinden fazlasına sahip olamaz ve tek bir ihraççıya ait para ve sermaye piyasası araçları yatırımlarının toplamı aktif toplamının yüzde onunu aşamaz. Altın, kıymetli madenler ve emtia ile bunlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapılamaz. Ortaklık sermaye piyasası araçlarını açığa satamaz, kredili işlem yapamaz ve ödünç alamaz; ödünç verme ise portföydeki araçların piyasa değerinin en fazla yüzde ellisi tutarında, en fazla doksan iş günü süreyle ve en az yüzde yüz teminat karşılığında yapılabilir. Yatırım fonu payları ve türev araçlar hariç, borsada işlem görmeyen araçlara yatırım yapılamaz ve alım satımların borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Varlıkların portföye alım ve satımında, vergi ve harçlar dışında varlık değerinin yüzde üçünü aşan komisyon ödenemez.

Ortaklıkların borçlanması da sınır vardır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, fon ihtiyaçlarını veya portföy maliyetlerini karşılamak için, kamuya açıkladıkları finansal tablolarında yer alan öz sermayelerinin beş katı kadar kredi kullanabilir; bu sınırın hesabında finansal kiralamadan doğan borçlar ve gayri nakdi krediler de dikkate alınır. Ortaklıklar mevzuat sınırları içinde borçlanma aracı ve varlık teminatlı menkul kıymet de ihraç edebilir. Portföydeki gayrimenkullerin, gayrimenkule dayalı hakların ve projelerin değeri, Kurulca listeye alınmış bağımsız gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarına değerlendirilir; alım, satım, kiralama gibi değer içeren işlemlerde bu değerlendirme raporları esas alınır. Ortaklıklar ayrıca yönetim kurulu faaliyet raporu, internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden düzenli olarak kamuyu aydınlatmakla yükümlüdür. Kuruluşundan itibaren belirlenen sürede halka arz başvurusunu yapmayan veya şartları sağlamayan ortaklıkların gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakkı ortadan kalkar.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.2 · Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.5

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları: Sabit ve Değişken Sermayeli Yapılar

KISACA

Menkul kıymet yatırım ortaklığı, sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföyü işletmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde kurulan bir sermaye piyasası kurumudur. Tebliğ, sabit sermayeli ve değişken sermayeli olmak üzere iki yapıyı ayrı ayrı düzenler. Sabit sermayeli ortaklık kayıtlı sermaye esasına göre kurulur; portföyünü oluşturup işletir, portföy çeşitlendirmesiyle riski en aza indirmeye çalışır. Kuruluş için kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması, kuruluş sermayesinin düzenlemeye belirlenen asgari tutardan az olmaması, kurucularından en az birinin lider sermayedar olması ve paylarının belirli bir oranının halka arz edileceğinin taahhüt edilmesi aranır. Ortaklıklar ödünç para veremez, mevduat toplayamaz, ticari faaliyette bulunamaz ve aracılık yapamaz. Portföy yönetiminde çeşitlendirmeyi zorunlu kılan sınırlamalar geçerlidir: net aktif değer belirlenen bir orandan fazlası tek bir ihraççının araçlarına yatırılmaz, hiçbir ihraççının sermayesinin belirli bir orandan fazlasına sahip olunamaz ve kıymetli madenler, katılma payları, varantlar ile mevduat için ayrı üst sınırlar uygulanır. Ortaklık portföyü, Kurulca yetkilendirilmiş bir kuruluş nezdinde saklanır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, tasarruf sahiplerinin paralarını bir araya getirerek profesyonelce yönetilen, çeşitlendirilmiş bir menkul kıymet portföyüne dönüştüren kurumsal yatırımcılardır. Tebliğ bu ortaklıkları iki ayrı yapı altında düzenler: sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile değişken sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları. Bu ayırım önemlidir, çünkü sabit sermayeli ortaklık paylarını bir kez ihraç edip borsada işlem gördürürken, değişken sermayeli ortaklık yatırımcı taleplerine göre pay ihraç edip itfa eden, açık uçlu bir yapıdır.

Sabit sermayeli ortaklık, kayıtlı sermaye esasına göre kurulan ve belirli varlık ve araçlardan oluşan bir portföyü işletmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumudur; Kanun'un kırk sekizinci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde iş görür. Portföyüne, Türkiye'de kurulu ihraççılara ait paylar ile özel sektör ve kamu borçlanma araçları, ilgili mevzuat çerçevesinde yabancı paylar ve borçlanma araçları, on iki aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat ve katılma hesapları, yatırım fonu katılma payları, borsada işlem görmeleri kaydıyla altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı araçlar, repo ve ters repo işlemleri, kira ve gayrimenkul sertifikaları, varantlar ve sertifikalar ile Takasbank para piyasası işlemleri girebilir. Ortaklığın başlıca işlevi portföyünü oluşturmak, işletmek ve gerektiğinde değiştirmek; portföy çeşitlendirmesi yaparak yatırım riskini faaliyet alanlarına ve şirketlerin durumuna göre en aza indirecek biçimde dağıtmaktır.

Sabit sermayeli ortaklığın kuruluşunun Kurulca uygun görülebilmesi için kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olarak kurulması, kuruluş sermayesinin üç yüz milyon Türk Lirasından az olmaması, paylarının nakit karşılığı çıkarılıp bedellerinin kuruluşta tam ve nakden ödenmesi, ticaret unvanında menkul kıymet yatırım ortaklığı ibaresini taşıması ve kurucularından en az birinin lider sermayedar olması gerekir. Kurucular, çıkarılmış sermayenin en az yüzde kırk dokuzunu temsil eden payları belirlenen süre

ve esaslar dâhilinde halka arz edeceklerini Kurula taahhüt eder; halka arz sonrasında da bu oranda payın halka açık pay niteliğinde kalması zorunludur. Ayrıca Kurulca yetkilendirilmiş bir kuruluşun portföy saklama hizmetini yürütmek üzere belirlenmiş olması aranır. Lider sermayedar, halka arz sonrasındaki edinimler hariç, ortaklıkta tek başına ya da bir araya gelerek sermayenin en az yüzde yirmi beşine sahip olan ortaktır; lider sermayedar olacak gerçek kişinin toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değerinin en az yüz elli milyon Türk Lirası olması, tüzel kişi lider sermayedarların ise en az üç yıllık faaliyet geçmişine ve belirli öz sermaye ile aktif büyüklüğüne sahip olması gerekir.

Bu ortaklıkların yapamayacakları işler ayrıca sayılmıştır. Sabit sermayeli ortaklıklar ödünç para verme işleriyle uğraşamaz, mevduat veya katılım fonu toplayamaz, ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamaz ve aracılık faaliyeti yapamaz. Açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz, portföydeki varlıkları rehin veremez ve teminat gösteremez; ancak kredi temini için portföyünün yüzde onunu teminat olarak gösterebilir. Portföylerine hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık alamaz ve bu değerinin altında varlık satamaz.

Asıl belirleyici kısım portföy sınırlamalarıdır ve bunlar net aktif değer üzerinden hesaplanır. Net aktif değer yüzde onundan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz; ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler için bu sınır yüzde yirmi beş olarak uygulanır. Net aktif değer yüzde beşinden fazla yatırım yapılan ihraççıların araçlarının toplam değeri net aktif değer yüzde kırkını aşamaz. Aynı gruba ait araçlara yapılan yatırım net aktif değer yüzde yirmisini geçemez ve bir ihraççının tedavüldeki borçlanma araçlarının yüzde onundan fazlası portföye alınamaz. Ortaklık tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının yüzde onundan fazlasına sahip olamaz. Borsada işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı araçlara net aktif değer en fazla yüzde yirmisi yatırılabilir. Yatırım fonu katılma paylarına yapılan yatırım net aktif değer yüzde yirmisini, tek bir yatırım fonuna yapılan yatırım ise yüzde beşini geçemez. Varant ve sertifikalara yapılan yatırımların toplamı net aktif değer yüzde onunu, tek bir ihraççının varant ve sertifikaları ise yüzde beşini aşamaz. Mevduat ve katılma hesaplarında değerlendirilebilecek tutar net aktif değer yüzde onunu, tek bir bankada tutulabilecek tutar ise yüzde üçünü aşamaz. Portföydeki repo işlemine konu varlıkların rayiç bedelinin yüzde onuna kadar repo yapılabilir. Bu sınırlamalar sayesinde ortaklık portföyü belirli bir ihraççıya, gruba ya da varlık türüne aşırı bağımlı hâle gelmez.

Tebliğ, sabit sermayeli yapının yanında değişken sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarını da düzenler. Bu yapıda kurucu payları ile yatırımcı payları ayrışır, yatırımcı payları talep üzerine itfa edilir ve ortaklık farklı portföy türlerinde faaliyet gösterebilir; sabit sermayeli bir ortaklığın değişken sermayeli yapıya dönüşmesi de mümkündür. Her iki yapıda da portföyün Kurul düzenlemeleri çerçevesinde saklanması, değerlendirilmesi ve düzenli olarak kamuya duyurulması esastır.

Portföy Yönetim Şirketleri: Kuruluş, Faaliyetler ve Sermaye Yeterliliği

KISACA

Portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan, anonim ortaklık şeklinde kurulan bir sermaye piyasası kurumudur. Yatırım ortaklıklarının ve emeklilik yatırım fonlarının portföylerinin yönetimi de ana faaliyet konusu kapsamındadır. Şirket, Kurul'dan yetki belgesi almak koşuluyla portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilir; kolektif portföy yöneticiliği için yetkilendirilen şirketler bireysel portföy yöneticiliği de yapabilir. Kuruluş için şirketin kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olması, paylarının tamamının nama yazılı olması, ticaret unvanında portföy yönetimi ibaresini taşıması ve başlangıç sermayesinin düzenlemeye belirlenen asgari tutardan az olmaması gerekir. Şirketin sahip olması gereken asgari özsermaye, yönetilen portföy büyüklüğüne göre kademeli olarak artar. Şirket bünyesinde iç kontrol sistemi, risk yönetim sistemi ve teftiş birimi kurulması, çıkar çatışmalarının önlenmesi, bağımsızlık ile mesleki özen ve titizlik ilkelerine uyulması esastır. Portföy yönetim şirketleri ayrıca Kurul tarafından belirlenen tutarlarda teminat yatırmakla yükümlüdür.

Kolektif yatırım kuruluşlarının kalbinde portföy yönetim şirketleri yer alır; çünkü yatırım fonlarını kuran, yöneten ve dışarıdan yönetim hizmeti alan yatırım ortaklıklarının portföylerini işleten kurum bu şirketlerdir. Tebliğ, portföy yönetim şirketini, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan ve anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumu olarak tanımlar. Yatırım ortaklıklarının, bireysel emeklilik mevzuatı kapsamında kurulan emeklilik yatırım fonlarının ve bunların yurt dışındaki muadili kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetimi de şirketin ana faaliyet konusu kapsamında değerlendirilir. Şirket, dışarıdan portföy yönetim hizmeti alan yatırım ortaklıklarının ve yatırım fonlarının portföylerinin münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetileceği ilkesi çerçevesinde çalışır.

Şirketin yürütebileceği faaliyetler birkaç başlıkta toplanır. Kolektif portföy yöneticiliğinde şirket, bir portföy yönetim sözleşmesine dayanarak ve bir bedel karşılığında, yatırım fonlarının ve yatırım ortaklıklarının portföylerini onların vekili gibi yönetir. Kolektif portföy yöneticiliği için yetkilendirilen şirketlere bireysel portföy yöneticiliği yapma imkânı da tanınır. Şirket ayrıca Kurul'dan izin almak kaydıyla yatırım danışmanlığı ile yatırım fonlarının katılma paylarına ilişkin pazarlama ve dağıtım faaliyetinde bulunabilir. Bir yetki belgesiyle bir veya birden fazla yatırım hizmeti ve faaliyeti izni verilebilir. Bunların yanında, yetki belgesine tabi olmaksızın Kurula bildirimde bulunmak şartıyla, yatırım araştırması ve finansal analiz, sermaye piyasalarıyla ilgili danışmanlık ile servet yönetimi ve finansal planlama gibi yan hizmetler de belirli özsermaye koşullarına bağlı olarak sunulabilir. Şirket, münhasıran girişim sermayesi yatırım fonu veya gayrimenkul yatırım fonu kurmak ve yönetmek üzere de kurulabilir; bu durumda ticaret unvanında ilgili ibareye yer verir.

Şirketin kuruluş izni başvurusunun Kurulca değerlendirilebilmesi için belirli şartlar aranır. Şirketin Türk Ticaret Kanunu hükümleri uyarınca kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık şeklinde kurulması, paylarının tamamının nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılmış olması, başlangıç sermayesinin en az yetmiş beş milyon Türk Lirası olması ve esas sözleşmesinin Kanun ile Kurul düzenlemelerine uygun olması gerekir. Ticaret unvanında portföy yönetimi ibaresini kullanması zorunludur. Kurucu ortakların müflis olmaması, belirli suçlardan mahkûmiyetinin bulunmaması, işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması ve gerekli mali güce sahip bulunması aranır. Şirketin sermaye veya oy haklarının dolaylı olarak yüzde beş veya daha fazlasını temsil eden ya da yönetim kurulunda belirleyici olacak imtiyazlı paylara sahip ortaklar önemli etkiye sahip ortak sayılır ve bu kişilerin de kurucu ortaklar için öngörülen şartların büyük kısmını taşıması zorunludur.

Portföy yönetim şirketlerinde sermaye yeterliliği, yönetilen portföyün büyüklüğüne bağlanmıştır. Şirketin sahip olması gereken asgari özsermaye, yönetilen portföy büyüklüğü arttıkça kademeli olarak yükselir: belirli bir portföy büyüklüğüne kadar yetmiş beş milyon Türk Lirası olan asgari özsermaye, daha büyük portföy dilimlerinde doksan yedi buçuk milyon, yüz yirmi milyon ve iki yüz kırk milyon Türk Lirasına kadar çıkar. Bu hesaplamada son üç ayın sermaye yeterliliği tablolarındaki yönetilen portföy büyüklüklerinin ortalaması esas alınır ve çok büyük portföylerde belirli bir tavana kadar ilave özsermaye aranır. Şirketin asgari ödenmiş sermayesi ise otuz milyon Türk Lirasından az olamaz. Şirket ayrıca Kurul'un aracı kurumlara ilişkin sermaye yeterliliği yükümlülüklerine de tabidir.

Portföy yönetimi bir güven ilişkisi olduğundan, Tebliğ şirketin iç örgütlenmesine ve davranış ilkelerine ayrıntılı kurallar getirir. Şirket bünyesinde iç kontrol sistemi, risk yönetim sistemi ve teftiş birimi kurulur; risk yönetim sistemi, yönetilen portföyün maruz kalabileceği temel riskleri tanımlar ve ölçer. Şirket, kendi menfaati ile müşterilerinin menfaati ya da farklı müşterilerinin menfaatleri arasında doğabilecek çıkar çatışmalarını önleyecek bir politika oluşturur; bağımsızlık ilkesi ile mesleki özen ve titizlik ilkesine uyar. Şirketin faaliyet izni almış olması, faaliyet şartlarını sürdürmesine bağlıdır ve şartların kaybedilmesi hâlinde Kurul faaliyet izinlerini sınırlandırabilir veya iptal edebilir. Portföy yönetim şirketleri, üstlendikleri yükümlülükler karşılık Kurulca belirlenen tutarlarda teminat yatırmakla da yükümlüdür; bu teminatlar Kurul lehine yatırılır, izlenir ve yalnızca belirlenen şartlarda serbest bırakılır. Böylece portföy yönetim şirketi, hem yeterli sermayeye hem de yatırımcıyı koruyan bir iç denetim ve teminat düzenine sahip, güvene dayalı bir kurum olarak yapılandırılmış olur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.4 · Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1

Yatırım Fonları: Şemsiye Fon Yapısı, Fon Türleri ve Malvarlığının Korunması

KISACA

Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre bir portföyü işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Fonun kurucusu portföy yönetim şirketi, portföy saklayıcısı ise saklama hizmeti yürüten yetkili kuruluştur. Yeni yapıda fonlar şemsiye fon çatısı altında kurulur: tek bir içtüzük kapsamında, her katılma payı ihracı için ayrı izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenerek farklı fonlar oluşturulur. Azami fon tutarı uygulaması kaldırılmış, açık uçlu fon yapısına geçilmiştir. Şemsiye fonlar borçlanma araçları, hisse senedi, kıymetli madenler, fon sepeti, para piyasası, katılım, değişken, serbest, garantili ve koruma amaçlı türlerde kurulabilir. Fonun malvarlığı kurucunun ve saklayıcının malvarlığından ayrıdır; haczedilemez, rehnedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez. Portföy yönetiminde net aktif değere dayalı çeşitlendirme sınırlamaları geçerlidir ve fon birim pay değeri, fon toplam değerinin katılma payı sayısına bölünmesiyle bulunur.

Yatırım fonu, küçük tasarrufların bir havuzda toplanıp profesyonelce yönetilen çeşitlendirilmiş bir portföye dönüştürülmesinin en yaygın yoludur. Tebliğ yatırım fonunu, Kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığı olarak tanımlar. Buradaki iki kavram fonun hukuki niteliğini anlatır: fon bir şirket değil, bir malvarlığıdır ve yatırımcının payı inançlı mülkiyet esasına dayanır. Borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları bu Tebliğ'in kapsamı dışında, kendi tebliğlerinde düzenlenmiştir.

Getirilen yeni yapı birkaç temel yenilik taşır. Fonlar artık şemsiye fon çatısı altında kurulur; şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonudur. Bu içtüzüğe bağlı olarak, her katılma payı ihracı için ayrı bir izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenmek şartıyla, farklı stratejilere sahip fonlar oluşturulabilir. Bu fonların her birinin tüm varlık ve yükümlülükleri birbirinden ayrıdır. Ayrıca azami fon tutarı belirleme uygulaması kaldırılmış, böylece talebe göre pay ihraç edilip itfa edilebilen açık uçlu fon yapısına geçilmiştir. Faizsiz yatırım araçlarını tercih eden yatırımcılar için ise, fon toplam değerinin tamamı kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları ve kıymetli madenler gibi faize dayalı olmayan araçlardan oluşan katılım fonu türü tanımlanmıştır.

Şemsiye fonlar belirli türlerde kurulabilir ve her türün adı, portföyünün ağırlıklı olarak hangi varlıklardan oluştuğunu anlatır. Borçlanma araçları şemsiye fonunda fon toplam değerinin en az yüzde sekseni devamlı olarak kamu veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılır. Hisse senedi şemsiye fonu ihraççı paylarına yatırım yapar. Kıymetli madenler şemsiye fonu borsada işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlere, fon sepeti şemsiye fonu ise diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarına

yatırım yapar. Para piyasası şemsiye fonunun portföyü tamamen, vadesine en fazla yüz seksen dört gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşur ve portföyünün günlük hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla kırk beş gündür. Bunların yanında değişken, serbest, garantili ve koruma amaçlı şemsiye fonlar da vardır; serbest şemsiye fonun katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulur. Ayrıca fon portföy değerinin en az yüzde sekseni devamlı olarak Borsa İstanbul'da işlem gören ihraççı paylarından oluşan fonlar hisse senedi yoğun fon olarak kabul edilir.

Yatırımcı açısından en kritik güvence, fon malvarlığının korunmasıdır. Fonun malvarlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır. Kurucu, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan portföy yönetim şirketidir; portföy saklayıcısı ise Kanun kapsamında yetkilendirilmiş, saklama hizmetini yürüten kuruluştur. Fon malvarlığı, içtüzük ve izahnamede hüküm bulunması kaydıyla kredi almak, türev araç ve açığa satış işlemleri gibi belirli hâller dışında teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Kurucunun veya saklayıcının yönetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde bile fon malvarlığı başka bir amaçla kullanılamaz; kamu alacakları için dahi haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez. Ayrıca kurucunun üçüncü kişilere olan borçları ile fonların aynı kişilerden olan alacakları birbirine mahsup edilemez. Fon malvarlığı, fonun yatırım stratejisi doğrultusunda, en az beş yıllık tecrübeye sahip portföy yöneticileri tarafından yatırımcının çıkarını gözeterek şekilde yönetilir.

Fon portföyünün yönetiminde de çeşitlendirmeyi zorunlu kılan sınırlamalar geçerlidir ve bunlar fon toplam değeri üzerinden hesaplanır. Fon toplam değerinin yüzde onundan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz; ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetlerde bu sınır yüzde yirmi beş olarak uygulanır. Yüzde beşten fazla yatırım yapılan ihraççıların araçlarının toplamı fon toplam değerinin yüzde kırkını aşamaz ve bir ihraççının tedavüldeki borçlanma araçlarının yüzde onundan fazlası portföye alınamaz. Fon tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının yüzde onundan fazlasına sahip olamaz. Varant ve sertifikalara yapılan yatırımların toplamı fon toplam değerinin yüzde onunu, mevduatta değerlendirilebilecek tutar yüzde onunu, tek bir bankada tutulabilecek tutar ise yüzde üçünü aşamaz.

Yatırımcının fondaki payının değeri her gün yeniden belirlenir. Fon toplam değeri, portföydeki varlıkların değerlenmesiyle bulunan portföy değerine varsa diğer varlıkların ve alacakların eklenip borçların düşülmesiyle bulunur; fon birim pay değeri ise fon toplam değerinin dolaşımdaki katılma payı sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Katılma payları izahname ve yatırımcı bilgi formu çerçevesinde ihraç edilir ve alım satımları bu belgelerde belirlenen esaslara göre yapılır. Fonun unvanı da yatırımcıyı yanıltmayacak, fonun yatırım stratejisine uygun biçimde belirlenir; fon toplam değerinin en az yüzde sekseni belirli bir varlık grubuna yatırılıyorsa bu durum unvana yansıtılır. Böylece yatırım fonu, malvarlığı korunan, portföyü çeşitlendirilmiş ve değeri günlük olarak şeffafça hesaplanan bir kolektif yatırım aracı olarak yapılandırılmış olur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.5 · Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2

Borsa Yatırım Fonları (III-52.2): Endeksi Takip Eden, Borsada İşlem Gören Fon

KISACA

Borsa yatırım fonu, kısaca BYF, katılma payları Borsa İstanbul'da işlem gören ve Kurulca uygun görülen bir endeksi takip etmek üzere portföy yönetim şirketlerince bir içtüzükle kurulan, tüzel kişiliği olmayan malvarlığıdır. En ayırt edici yanı melez bir yapı olmasıdır: hukuki biçim olarak yatırım fonudur, ama payları borsada alınıp satıldığı için menkul kıymet yatırım ortaklığına da benzer. Yatırım fonundan farkı, aktif değil pasif yönetilmesi, yani fon yöneticisinin kendi seçimleriyle getiri kovalamak yerine bir endeksin performansını olabildiğince birebir yansıtmaya çalışmasıdır. Bir başka farkı da şemsiye fon şeklinde kurulamamasıdır.

BYF'nin her payının iki ayrı değeri bulunur: fon toplam değerinin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesiyle bulunan birim pay değeri ile borsadaki işlemlerde oluşan işlem fiyatı. Bu ikisi arasında oluşabilecek fark, birincil piyasada pay oluşturma ve geri alma yoluyla yapılan arbitraj sayesinde daralır; bu mekanizma, menkul kıymet yatırım ortaklıklarında görülen iskontolu işlem sorununu BYF'lerde büyük ölçüde ortadan kaldırır. Fonun kurucusu bir portföy yönetim şirkettir, varlıkları ise yetkilendirilmiş bağımsız bir portföy saklayıcısında saklanır ve kurucu, yönetici ve saklayıcının fona ilişkin tüm hesap ve işlemleri Sermaye Piyasası Kurulu denetimine tabidir.

Borsa yatırım fonunu anlamanın en kolay yolu, onu iki tanıdık ürünün birleşimi olarak düşünmektir. Tanımı gereği BYF, katılma payları Borsa İstanbul'da işlem gören, portföyün kompozisyonunu yansıtacak varlıkların ya da sadece nakdin teslimiyle pay oluşturulabilen veya payların iadesi karşılığında bu varlıkların ya da nakdin geri alınabildiği, tasarruf sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla portföy yönetim şirketlerince bir içtüzükle kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Kurul tarafından uygun görülen bir endeksi takip etmek üzere kurulur. Hukuki yapı olarak yatırım fonu niteliğindedir, ama paylarının borsada işlem görmesi onu menkul kıymet yatırım ortaklığına yaklaştırır; bu yüzden BYF, yatırım fonu ile ortaklığın karışımı bir enstrüman sayılır. Yatırım fonundan iki bariz farkı vardır: pasif yönetilir, yani bir endeksi kopyalar, ve şemsiye fon biçiminde kurulamaz.

BYF'yi menkul kıymet yatırım ortaklığından ayıran asıl özellik, belirli bir işlem büyüklüğünde birincil piyasa işlemi yapılabilmesidir. Fonun birim pay değeri çok kısa aralıklarla hesaplanıp yatırımcılara sunulduğu için, borsadaki işlem fiyatı ile bu birim pay değeri her an karşılaştırılabilir. İkisi birbirinden önemli ölçüde ayrıştığında devreye arbitraj girer. Birim pay değeri işlem fiyatından yüksekse, yatırımcı payını iade edip karşılığındaki menkul kıymetleri alır ve bunları borsada satar; tersine işlem fiyatı birim pay değerinden yüksekse, yatırımcı payları temsil eden menkul kıymetleri teslim edip yeni pay oluşturur ve bunları borsada satarak kâr elde eder. Bu iki mekanizmaya pay oluşturma ve geri alma denir ve birincil piyasa işlemleri genellikle belirli bir pay adedi, örneğin elli bin pay ve katları karşılığında aynı ve/veya nakdi olarak yapıldığından, BYF'ler daha çok nitelikli yatırımcılarca tercih edilir. Bu işlemler

sayesinde BYF, menkul kıymet yatırım ortaklıklarında yaşanan iskontolu işlem görme sorununu yaşamaz.

BYF'nin temel stratejisi takip ettiği endeksin performansını yansıtmaktır ve bunun ne kadar başarılı olduğu iki kavramla ölçülür. Takip farkı, fon portföyünün yıllık getirisi ile endeksin yıllık getirisi arasındaki farktır; takip hatası ise fon getirisi ile endeks getirisi arasındaki farkın değişkenliğidir. Fon, endeksini üç yoldan takip edebilir: fon toplam değerinin en az yüzde sekseniyle doğrudan endeks kapsamındaki varlıklara yatırım yaparak, aynı endeksi takip eden ve yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının paylarına yatırım yaparak, ya da endeks kapsamında yatırım yapılması zorunlu olmayan varlıklara yatırım yaparak. Doğrudan yatırımda portföy, endeksin tüm bileşenlerinin tam kopyalanmasıyla veya bir bölümünün örnekleme yöntemiyle oluşturulabilir. Endeks getirisinin sağlanması taahhüdünü içeren swap sözleşmelerine de yatırım yapılabilir; ancak bu sözleşmeler nedeniyle maruz kalınan karşı taraf riski hiçbir şekilde fon toplam değerinin yüzde onunu aşamaz.

Unvan konusunda da ayrıntılı kurallar vardır. Fon unvanı yatırım stratejisine uygun olmak ve yatırımcıyı yanıltmamak zorundadır. Portföyünde yabancı para birimi cinsinden varlık ve kıymetli maden bulunmayan fonların unvanında "TL" ibaresi yer alır; fon toplam değerinin en az yüzde sekseniyle sürekli yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatıran fonların unvanında ise "Yabancı" ibaresi zorunludur. Portföyü tamamen faize dayalı olmayan araçlardan oluşan fonlar "katılım fonu" ibaresini kullanabilir, endeks kapsamı dışındaki varlıklarla takip yapan fonlar ise takip stratejisini belirten bir ibareye yer vermek zorundadır.

Kuruluş ve halka arz süreci içtüzükle başlar. İçtüzük, pay sahipleriyle kurucu, portföy saklayıcısı ve yönetici arasında portföyün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini konu alan iltihaki bir sözleşmedir. Kuruluş izni ile katılma paylarının halka arzına ilişkin izahname onayı başvurularının birlikte değerlendirilmesi esastır, ancak kurulmak istenen fon kurucunun ilk fonuysa iki başvuru ayrı ayrı ele alınır. Başvurular, belgelerin Kurula eksiksiz sunulmasından itibaren iki ay içinde karara bağlanır. İzahnamenin onaylanması, o belgede yer alan bilgilerin doğruluğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmez ve paylara ilişkin bir tavsiye sayılamaz. Fon payları Borsa İstanbul'un Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı'nda işlem görür.

Portföy sınırlamaları da titizlikle çizilmiştir. Portföye alınabilecek pay, borçlanma aracı, kira sertifikası gibi varlıkların kural olarak borsada işlem görmesi gerekir. Varant ve yatırım kuruluşu sertifikalarına yapılan yatırımların toplamı fon toplam değerinin yüzde onunu, tek bir ihraççının kiler yüzde beşini aşamaz. Vadeli mevduat ve katılma hesaplarında en fazla fon toplam değerinin yüzde onu değerlendirilebilir ve tek bankadaki tutar yüzde üçü geçemez. Ters repo ve Takasbank para piyasası işlemleri toplamı yüzde yirmiyi aşamaz; fon hesabına ise fon toplam değerinin yüzde onunu geçmemek üzere kredi alınabilir. Fonun faaliyeti süresince, her ayın son iş günü yapılan değerlendirmede fon toplam değerinin son üç aylık ortalaması Kurulca belirlenen ve her yıl yeniden belirlenebilen asgari tutarın altına düşerse, Kurul bir defaya mahsus bir aylık ek süre verir; bu süre sonunda da asgari tutar sağlanamazsa fonun tasfiyesi ya da başka bir fon türüne dönüşümü talep

edilir. Tebliğ'de hüküm bulunmayan konularda BYF'ler Kurulun yatırım fonlarına ve portföy saklama hizmetine ilişkin düzenlemelerine tabidir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.6 • Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.3

Gayrimenkul Yatırım Fonları (III-52.3): Nitelikli Yatırımcıya Yönelik Gayrimenkul Portföyü

KISACA

Gayrimenkul yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan parayla, gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı haklardan oluşan bir portföyü pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre işletmek üzere kurulan, tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Bu tür fonlar ülkemizin hukuk düzenine ilk kez 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile girmiş, ayrıntıları ise III-52.3 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Fon, portföy yönetim şirketleri, gayrimenkul portföy yönetim şirketleri ya da gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzükle süreli veya süresiz olarak kurulabilir.

En temel iki kuralı hatırlamak öğrenmeyi kolaylaştırır: fonun katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilir ve fon toplam değerinin en az yüzde sekseninin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur. Fon esasen tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığı olsa da, tapuya tescil ve buna bağlı işlemler ile ortağı olacağı anonim ortaklıkların ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz sayılır. Portföydeki varlıklar bağımsız bir portföy saklayıcısında saklanır, gayrimenkullerin değerlendirilmesi ise asgari olarak her takvim yılı sonunda Kurulca uygun görülen değerlendirme kuruluşlarınca yapılır.

Gayrimenkul yatırım fonu, büyük ölçekli gayrimenkulleri menkul kıymetleştirerek onlara likidite kazandıran, yatırımcıları gayrimenkul sahipleriyle buluşturan bir sermaye piyasası kurumudur. Tanımı gereği, Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan para, gayrimenkuller, belirli gayrimenkul projeleri kapsamındaki bağımsız bölümler veya gayrimenkule dayalı haklarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri, gayrimenkul portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzükle kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Belirli bir gayrimenkule ya da sektöre odaklanarak kurulabileceği gibi, amacında herhangi bir sınırlama olmadan da kurulabilir. Fon süreli ya da süresiz olabilir ve tüzel kişiliği olmasa da tapu ile ticaret sicili işlemleri bakımından sınırlı bir tüzel kişilik tanınmıştır.

Fonun portföyü iki ana gruptan oluşur. Gayrimenkul yatırımları başlığı altında gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar, gayrimenkul projeleri, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği araçlar ve aktifinin sürekli en az yüzde yetmiş beşi yurtiçi gayrimenkul yatırımlarından oluşan anonim ortaklıkların payları yer alır. Diğer yatırımlar başlığı altında ise paylar, borçlanma araçları, vadeli mevduat, yatırım fonu payları, repo ve ters repo, kira sertifikaları ile türev araç teminatları gibi para ve sermaye piyasası araçları bulunur. Fon, bu varlıklardan oluşan portföyü işletmek dışında bir işle uğraşamaz. Fon malvarlığı kurucunun, portföy saklayıcısının ve portföy yöneticisinin malvarlığından ayrıdır; yönetim ve denetim kamuya devredilse dahi başka amaçla kullanılamaz, kamu alacakları için bile haczedilemez ve iflas masasına dahil edilemez.

Bilgilendirme dokümanları fon içtüzüğü ile ihraç belgesinden oluşur. İchtüzük, pay sahipleriyle kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında portföyün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini konu alan iltihaki bir sözleşmedir; ihraç belgesi ise fonun niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içerir. Burada dikkat çeken bir ayrıntı, katılma paylarının ihracı için izahname değil ihraç belgesi düzenlenmesidir. Fon kuruluş başvurusu, belgelerin Kurula eksiksiz sunulmasından itibaren iki ay içinde karara bağlanır; katılma payı ihracı başvurusunun ise içtüzüğün tescilinden itibaren en geç altı ay içinde yapılması gerekir. İhraç belgesinin onaylanması, içindeki bilgilerin doğruluğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmez.

Fonun ölçek eşiği açıktır: katılma paylarının nitelikli yatırımcıya satışına başlandığı tarihten itibaren en geç bir yıl içinde fon portföy değerinin en az iki yüz milyon Türk Lirasına ulaşması zorunludur ve Kurul bu tutarı her yıl yeniden belirleyebilir. Bir yılın sonunda bu asgari değere ulaşamazsa fonun yatırım faaliyetlerine son verilerek en geç altı ay içinde tasfiyesine izin verilmesi talebiyle Kurula başvurulur.

Yatırım esasları da ayrıntılıdır. Fon, alım satım kârı ya da kira geliri elde etmek amacıyla arsa, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, depo, hastane gibi her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir ve kiralayabilir. Buna karşılık, kural olarak gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini kendisi üstlenemez, gayrimenkulleri ticari maksatla bizzat işletemez, kısa vadeli sürekli alım satım yapamaz ve yurtdışında gayrimenkul faaliyetinde bulunamaz. Portföyün en az yüzde sekseninin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur; aktifinin en az yüzde yetmiş beşi yurtiçi gayrimenkulden oluşan anonim ortaklıkların paylarına ise en fazla fon toplam değerinin yüzde yirmisi oranında yatırılabilir. Üzerinde ipotek veya değeri etkileyen bir takyidat bulunan gayrimenkullerin değeri fon toplam değerinin yüzde otuzunu aşamaz, türev araçlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon ise yüzde yirmiyi geçemez. Fon, fon toplam değerinin azami yüzde ellisi oranında kredi veya faizsiz finansman kullanabilir. Konut ağırlıklı projelere yatırım yapan fonlar ise unvanında "proje gayrimenkul yatırım fonu" ibaresini taşımak zorundadır ve bunlara özel esaslar uygulanır.

Değerleme bu fonlarda kritik bir güvence mekanizmasıdır. Portföydeki gayrimenkullerin ve gayrimenkule dayalı hakların değerlemesi asgari olarak her takvim yılı sonu itibarıyla, Kurulca listeye alınmış ve kurucudan bağımsız gayrimenkul değerleme kuruluşlarınca yapılır. Fon, aynı değerlendirme kuruluşundan bir varlık için üst üste en fazla üç yıl hizmet alabilir ve tekrar hizmet alabilmesi için en az iki yıl geçmesi gerekir. Kurul ücreti, takvim yılı esas alınarak üçer aylık dönemlerin son iş gününde fon toplam değerinin yüz binde beşi oranında hesaplanır. Son olarak gayrimenkul yatırım fonları başka bir fonla birleştirilemez veya başka bir fona dönüştürülemez ve Tebliğ'de hüküm bulunmayan hallerde Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği uygulanır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.7 - Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.4

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (III-52.4): Girişim Şirketlerine Yönelik Süreli Fon

KISACA

Girişim sermayesi yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan katılma payı ya da iştirak payı karşılığında toplanan kaynakla, esas olarak girişim şirketlerine yapılan yatırımlardan oluşan bir portföyü pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre işletmek üzere kurulan, tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. III-52.4 sayılı Tebliğ ile ülkemize Lüksemburg, Hollanda ve Guernsey gibi ülkelerdeki uygulamalarla uyumlu bir yapı kazandırılmıştır. Fon, portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri ya da gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzükle kurulur ve gayrimenkul yatırım fonundan farklı olarak yalnızca süreli olarak kurulabilir. İki sayı bu fonun mantığını özetler: fon toplam değerinin en az yüzde sekseninin girişim sermayesi yatırımlarından oluşması zorunludur ve nitelikli yatırımcılardan alınacak toplam kaynak taahhüdü tutarının asgari yetmiş beş milyon Türk Lirası olması gerekir. Girişim sermayesi yatırımı, girişim şirketlerine doğrudan veya dolaylı ortaklık, borç ile sermaye finansmanının karması niteliğindeki yapılandırılmış finansman ya da bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma araçlarının alınması gibi farklı biçimlerde yapılabilir. Portföydeki varlıklar bağımsız bir portföy saklayıcısında saklanır ve kurucu ile saklayıcının fona ilişkin tüm hesap ve işlemleri Kurul denetimine tabidir.

Girişim sermayesi yatırım fonu, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynağa ihtiyaç duyan şirketleri finanse etmek üzere kurulan bir kolektif yatırım aracıdır. Tanımı gereği fon, Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre, Tebliğ'de belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri ya da gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzükle süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Buradaki "süreli" vurgusu önemlidir, çünkü fonun süresine içtüzük ve ihraç belgesinde yer verilir; fon süresiz kurulamaz. Fon, resmî sicillere tescil ve ortağı olacağı limited ile anonim şirketlerin ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz sayılır.

Fonun kalbi girişim şirketi kavramıdır. Girişim şirketleri, büyüme ve katma değer üretme potansiyeline sahip, verilecek finansal veya kurumsal destekle amaçlarını gerçekleştirebilecek durumda olan şirketlerdir. Bunların Türkiye'de kurulu ya da kurulacak olmaları veya yatırım tarihinde yurtdışında kurulu olmakla birlikte varlıklarının en az yüzde ellibirinin Türkiye'deki bağlı ortaklık ya da iştiraklerden oluşması gerekir. Fonlar yalnızca anonim ve limited şirketlere yatırım yapabilir; yatırım tarihinde limited şirket olan yurtiçi girişim şirketlerinin ilk yatırımı takip eden bir yıl içinde anonim şirkete dönüşmesi zorunludur. Son yıllık finansal tablolarına göre aktif toplamının en az yüzde kırkı gayrimenkulden oluşan şirketler ile esas faaliyeti müteahhitlik olan şirketler girişim şirketi sayılmaz.

Girişim sermayesi yatırımı sayılan işlemler geniştir. Fon, girişim şirketlerine doğrudan veya özel amaçlı şirketler ile yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulu kuruluşlar aracılığıyla dolaylı olarak sermaye aktarabilir ya da ortak olabilir; payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapabilir; bu şirketlere borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman sağlayabilir; diğer girişim sermayesi yatırım fonlarının paylarına yatırım yapabilir. Ortaklık hakkı veren yatırımlar, fon ile girişim şirketinin mevcut ortakları arasında imzalanan bir pay sahipliği sözleşmesi çerçevesinde gerçekleştirilir; bu sözleşmede önalım, birlikte satış, satışa katılma ve temettü politikası gibi hususlara yer verilebilir. Fonun paylarının tamamının iktisap edilmesi ya da yönetim kontrolünün sağlanması halinde ise pay sahipliği sözleşmesi yerine bir pay devri sözleşmesi yeterlidir.

Kaynak taahhüdü mekanizması bu fonlara özgüdür. Kurucu, nitelikli yatırımcılardan bir defada ya da farklı tarihlerde ödenmek üzere kaynak taahhüdünde bulunmalarını talep eder ve toplam kaynak taahhüdü tutarı asgari yetmiş beş milyon Türk Lirasıdır. Bu tutarın, satışa başlanan tarihi takip eden en geç bir yıl içinde tahsil edilmesi, tahsilden sonra ise ihraç belgesindeki süre içinde, her durumda iki yılı aşmamak üzere yatırıma yönlendirilmesi gerekir. İki yıllık süre sonunda asgari kaynak taahhüdü tutarına ulaşılamazsa fonun tasfiyesi talep edilir. Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılır ve ihracı için izahname değil ihraç belgesi düzenlenir; ihraç belgesinde hüküm bulunmak kaydıyla paylar iştirak payları, yani girişim şirketlerinin sermayesini temsil eden paylar karşılığında da satılabilir.

Yatırım sınırlamaları asgari yüzde seksen kuralı etrafında şekillenir. Fon toplam değerinin en az yüzde sekseninin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması zorunludur ve bu yatırımlarda herhangi bir yoğunlaşma sınırı bulunmaz; portföyün tek bir girişim sermayesi yatırımından oluşması bile mümkündür. Küçük ve orta büyüklükteki işletmelere doğrudan yapılan yatırımlar fon toplam değerinin yüzde onunu geçtiğinde asgari yatırım oranı yüzde ellibir olarak uygulanır. Diğer girişim sermayesi yatırım fonlarına yapılan yatırım yüzde yirmi beşi, yatırımcıların yönetim kontrolüne sahip olduğu şirketlere ve ilişkili taraflara yapılan yatırım ise yüzde yirmiyi aşamaz. Fonlar, fon toplam değerinin azami yüzde ellisi oranında kredi kullanabilir ve repoya konu varlıkların rayiç değerinin yüzde onuna kadar repo yapabilir. Türev araçlara ise yalnızca döviz, faiz ve piyasa risklerine karşı korunma amacıyla taraf olunabilir ve türev araçlar nedeniyle açık pozisyon fon toplam değerinin yüzde yirmisini geçemez; yatırım amaçlı türev işlemi yapılamaz.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.8 · Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (III-48.3): Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklık Modeli

KISACA

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, kısaca GSYO, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlıklardan oluşan bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ya da esas sözleşme değişikliğiyle dönüşen, kayıtlı sermaye sistemine tabi bir anonim ortaklık ve sermaye piyasası kurumudur. Girişim sermayesi yatırım fonundan en temel farkı buradadır: fon tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıyken, ortaklık başlı başına bir anonim şirkettir. III-48.3 sayılı Tebliğ ile uluslararası "private equity" modeline paralel bir yapı ülkemize kazandırılmıştır. Ortaklık ya doğrudan GSYO olarak kurulur ya da mevcut bir anonim ortaklık esas sözleşmesini değiştirerek GSYO'ya dönüşür. Kurulda başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise ödenmiş veya çıkarılmış sermaye ile özsermayenin her birinin belirli bir asgari tutarın altında olmaması, ticaret unvanında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması ve kurucu ya da mevcut ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması gerekir. Portföyün en az yüzde ellibirinin girişim sermayesi yatırımlarından oluşması ve paylarını halka arz eden ortaklıklarda asgari yüzde yirmi beşlik halka açıklık oranının sürekli sağlanması bu yapının belkemiğini oluşturur.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı ile girişim sermayesi yatırım fonu aynı ekonomik amaca, yani girişim şirketlerinin finansmanına hizmet eder; ama hukuki kabuğu tamamen farklıdır. Ortaklık, Tebliğ ile belirlenen usul ve esaslar dahilinde girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliği yoluyla dönüşen, Kanun'un kırk sekizinci maddesinde çizilen çerçevede faaliyet gösteren ve kayıtlı sermaye sistemine tabi bir anonim ortaklık olan sermaye piyasası kurumudur. Fon bir malvarlığıyken ortaklık bir şirkettir; bu yüzden ortaklığın ortakları, yönetim kurulu ve genel müdürü vardır ve payları borsada işlem görebilir.

Kuruluş ve dönüşüm şartları titizlikle sıralanmıştır. Ortaklığın kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulması, kurulda başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarındaki ödenmiş veya çıkarılmış sermaye ile özsermayenin her birinin üç yüz milyon Türk Lirasından az olmaması, paylarının nakit karşılığı çıkarılıp bedellerinin tam ve nakden ödenmesi, ticaret unvanında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması, kurucu ya da mevcut ortakların Tebliğ'deki şartları taşıması ve başlangıç ya da çıkarılmış sermayenin yüzde yirmi beşi oranındaki payların halka arz veya nitelikli yatırımcıya satış taahhüdüne bağlanması gerekir. Ayrıca kurucu veya mevcut ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması zorunludur.

Lider sermayedar kavramı bu yapının merkezindedir. Lider sermayedar, halka arz sonrası edinimler hariç, ortaklıkta imtiyazlı pay yoksa tek başına ya da bir araya gelerek yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olan; imtiyazlı pay varsa yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu dahil olmak üzere sermayenin asgari yüzde yirmi beşine sahip olan ortak veya ortaklardır. Gerçek kişi lider

sermayedarların, faaliyet konusunu ilgilendiren alanlarda en az beş yıllık tecrübeye ve toplam menkul ile gayrimenkul varlıklarının rayiç değerinin en az doksan milyon Türk Lirası düzeyinde olmasına; tüzel kişi lider sermayedarların ise en az üç yıllık faaliyet geçmişine ve belirli özsermaye ile aktif toplamı ölçütlerine sahip olması gerekir.

Ortaklığın faaliyete geçişi bir takvime bağlanmıştır. Paylarını halka arz edecek ya da nitelikli yatırımcıya satacak ortaklıkların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden on sekiz ay içinde asgari olarak bir girişim sermayesi yatırımı yapmaları, üç yıl içinde ise girişim sermayesi yatırım portföyünü Tebliğ'e uygun oluşturarak halka arz ya da nitelikli yatırımcıya satış başvurusunu yapmaları gerekir. Halka arzda çıkarılmış sermayenin asgari yüzde yirmi beşini temsil eden payların halka açık statüsünün sürekli olarak korunması zorunludur. Bu sürelere uyulmaması halinde ortaklığın girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakkı ortadan kalkar ve esas sözleşmesini bu faaliyeti kapsamayacak şekilde değiştirmemesi durumunda ortaklık Türk Ticaret Kanunu hükümleri gereğince sona ermiş sayılır.

Portföy sınırlamaları asgari yüzde ellibir kuralına dayanır: ortaklık, girişim sermayesi yatırımlarına ortaklık aktif toplamının en az yüzde ellibiri oranında yatırım yapmak zorundadır. Küçük ve orta büyüklükteki işletmelere doğrudan yapılan yatırımların tutarı aktif toplamının yüzde beşini geçtiğinde bu asgari oran yüzde otuz beş olarak uygulanır. Tek bir ihraççının sermaye piyasası araçlarına aktif toplamının en fazla yüzde onu oranında yatırım yapılabilir, mevduat ve katılma hesabı ise aktif toplamının azami yüzde yirmisini bulabilir. GSYO'lar kural olarak üçüncü kişiler lehine teminat veremez ve portföydeki varlıklar üzerinde rehin ile ipotek tesis edemez; ancak küçük ve orta büyüklükteki işletme niteliğindeki girişim şirketleri lehine, aktif toplamının azami yüzde onu oranında rehin ve teminat verebilirler. Ortaklık portföyündeki para ve sermaye piyasası araçlarının Takasbank'ta saklanması zorunludur, dışarıdan alınan hizmetler için ödenen ücretlerin toplamı son yıllık bireysel finansal tablodaki aktif toplamının yüzde iki buçukunu aşamaz, kısa vadeli finansal borçlar özsermayenin yarısını, uzun vadeli finansal borçlar ise özsermayenin iki katını geçemez. Esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla paylarını yalnızca nitelikli yatırımcılara satan GSYO'larda ise lider sermayedar zorunluluğu aranmaz ve asgari sermaye şartı doksan milyon Türk Lirası olarak uygulanır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.1 · TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları

TSPB Meslek Kuralları: Üyelerin Müşteri, Rakip ve Çalışanlarıyla İlişkilerinin Çerçevesi

KISACA

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Sermaye Piyasası Kanunu'nun otuz yedinci maddesi uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kılınan kuruluşlar ile Kurulca uygun görülen kurumların üye olduğu, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur. Aracı kurumlar, bankalar, menkul kıymet, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile portföy yönetim şirketleri Birliğin üyesidir. Meslek Kuralları, üyelerin sermaye piyasası faaliyetlerini yürütürken birbirleriyle, müşterileriyle ve çalışanlarıyla olan ilişkilerinde uymaları için Birlik Yönetim Kurulunca hazırlanıp Genel Kurulca onaylanarak yürürlüğe konmuş kurallardır.

Bu kurallar üç ana eksen etrafında toplanır. Birincisi, üyelerin faaliyetleri sırasında uyacağı genel ilkelerdir: dürüst ve adil davranma, bağımsızlık ve tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik, saydamlık, kaynakları etkin kullanma ile rekabet ve toplumsal yararı gözetme. İkincisi müşterilerle ilişkileri, üçüncüsü ise diğer üyeler ve çalışanlarla ilişkileri düzenler. Kurallara uymayan üyelere, fiilin niteliğine göre uyarı, kınama, idari para cezası, Birlik üyeliğinden geçici çıkarma veya sürekli çıkarma disiplin cezaları uygulanır.

Bir mesleğin saygınlığı, o meslekte çalışanların ortak bir davranış standardına bağlı kalmasıyla korunur; sermaye piyasasında bu standardın kurumsal sahibi Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'dir. Birlik, Sermaye Piyasası Kanunu'nun otuz yedinci maddesi uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kılınan kuruluşlar ile sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumlardan Kurulca uygun görülenlerin üye olduğu, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur. Mevcut durumda aracı kurumlar, bankalar, menkul kıymet, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile portföy yönetim şirketleri Birliğin üyesidir ve üyeler, Statüye ve Birlikçe alınan kararlara uymakla yükümlüdür. Meslek Kuralları, Birlik Yönetim Kurulu tarafından hazırlanıp Genel Kurulca onaylanarak yürürlüğe girmiştir ve üyelerin çalışanlarını en üst düzeyde mesleki bilgiye sahip, etik değerlere bağlı, saygın meslek mensupları olarak yetiştirme amacını taşır.

Kuralların ilk katmanı, üyelerin tüm faaliyetlerine yön veren genel ilkelerdir. Dürüst ve adil davranma ilkesi, üyelerin müşteri çıkarlarını ve piyasaların bütünlüğünü gözeterek doğru beyana dayalı hareket etmesini ve güveni zedeleyecek davranışlardan kaçınmasını ister. Bağımsızlık ve tarafsızlık ilkesi, üyelerin kendilerinin ya da başkalarının tarafsızlığına gölge düşürecek teklif ve taleplerden uzak durmasını ve aynı koşuldaki her müşteriye eşit davranmasını gerektirir. Mesleki özen ve titizlik ilkesi dikkatli ve basiretli davranmayı, teknik bilgiyi güncel tutmayı; saydamlık ilkesi tarafları tam, doğru, hızlı ve eşit biçimde bilgilendirmeyi öngörür. Bunlara kaynakları etkin ve verimli kullanma, ticari amaçların yanında toplumsal yararı ve çevreyi gözetme ilkeleri ile suç gelirlerinin aklanmasıyla mücadele kapsamında şüpheli işlemlerin belirlenip ilgili kurumlarla iş birliği yapılması eklenir.

İkinci katman müşterilerle ilişkileri düzenler ve burada sıralanan kurallar birbirini tamamlar. Müşteriyi tanıma kuralı, iş ilişkisi kurulmadan önce kimlik bilgilerinin alınmasını, müşterinin mali durumu, yatırım amaçları, yatırım süresi ile risk ve getiri tercihlerinin öğrenilip standart testlerin yapılmasını ister; bir ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olmadığı sonucuna varılırsa müşteri uyarılır. Müşteri talimatlarına uyma kuralı, çerçeve sözleşmenin sınırları içinde müşterinin çıkarını koruyacak biçimde hareket etmeyi; bilgi verme kuralı, hizmet öncesinde ve sırasında müşteriyi işlemler, ücretler ve riskler hakkında doğru, eksiksiz ve zamanında bilgilendirmeyi gerektirir. Üyeler garantili getiri izlenimi veren, abartılı ya da yanıltıcı ifadeler kullanamaz. Müşteri menfaatleri başlığı sadakat ve özen borcunu, tarifeyle belirlenmiş ücretlerin üzerine çıkılamayacağını; çıkar çatışmaları başlığı, çatışma önlenemediğinde müşteri menfaatinin öncelenmesini ve durumun müşteriye bildirilmesini; sır saklama başlığı, müşteriye ait bilgilerin kanunen yetkili merciler dışında kimseye açıklanmamasını düzenler. Ayrıca ilan, reklam ve promosyon kampanyalarında "en iyi", "en güvenilir" gibi sübjektif ifadelerden ve getiri garantisi taahhütlerinden kaçınılması, müşteri şikâyetlerinin nedenlerinin araştırılıp tekrarının önlenmesi gerekir.

Üçüncü katman, üyelerin diğer üyeler ve kendi çalışanlarıyla ilişkilerini kapsar. Diğer üyelerle ilişkilerde dayanışma ve bilgi paylaşımı esas alınırken, haksız rekabetin önlenmesi ayrıntılı biçimde düzenlenir: üyeler rakiplerinin ticari itibarını zedeleyici beyanlarda bulunamaz, kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak işlem yapamaz, tarifeleriyle çelişen komisyon uygulayamaz ve diğer üyelerin faaliyetlerini kesintiye uğratacak şekilde ekip halinde personel transferi yapamaz. Yeni işe başlayan personelin, en son çalıştığı üyenin müşterileriyle irtibat kurmasını en az bir ay süreyle engelleyici önlemler alınır. Çalışanlarla ilişkilerde ise üyeler, çalışanlarının mesleki yeterliliğini, gerekli lisansa sahip olmasını ve özen ile titizliğini gözetir, kariyer gelişimi için imkân sağlar. Çalışanlar, müşterilerle borç-alacak ya da kefalet gibi etik ilkelerle bağdaşmayan ilişkilere giremez, teamül üstünde hediye alamaz ve portföy yönetimi dışında müşteri adına işlem yapmak üzere vekâletname alamaz. Üyeler ayrıca kurum bazında etik kurallar belirler, çalışanlarından bu kurallara uyulacağına dair imzalı taahhütname alır ve tüm bu ilişkilerinde Birlik ve diğer kamu kurumlarıyla dürüstlük ve saydamlık ilkeleri doğrultusunda hareket eder. Kurallara aykırı davranan üyelere Statüde düzenlenen uyarı, kınama, idari para cezası, geçici çıkarma veya sürekli çıkarma cezaları uygulanır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.2 · Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları (SPEK)

KISACA

Bir önceki başlık üyelerin, yani kurumların uyacağı meslek kurallarını düzenlerken, bu başlık sermaye piyasasında çalışan kişilerin uyması gereken etik ilkeleri ve davranış kurallarını ele alır. Aradaki fark önemlidir: etik ilkeler kişiliği ve gelişimini hedef alan soyut kavramları belirtirken, davranış kuralları belirli bir mesleğin nasıl uygulanacağına dair somut yönlendirmelerdir. İki bin sekiz finansal krizinin ardından, kaynakların etkin, verimli ve ekonomik dağıtımı işlevinin temeline dördüncü bir unsur olarak etik yerleştirilmiş ve bu anlayışla Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları hazırlanmıştır.

TSPB Etik İlkeleri altı başlıkta toplanır: temel ilke, bağımsızlık dürüstlük ve adillik, özen ve titizlik, sürekli gelişim, sır saklama ile etik düşünme. Davranış Kuralları ise beş grupta somutlaşır: mesleki uzmanlık kuralı, sermaye piyasalarının dürüst işleyişini sağlama kuralı, müşterilere karşı görevler, işverene karşı görevler ve sermaye piyasası faaliyetlerinin sunumu. Bu bütün, karmaşık etik durumlarla karşılaşan çalışanın; yöneticilerine, kendisine bağlı çalışanlara, müşterilerine ve tüm finans piyasasına karşı sorumluluklarını belirlemesinde ona yol gösterir.

Sermaye piyasasının düzgün işlemesi yalnızca kurumların değil, orada çalışan tek tek kişilerin de doğru davranmasına bağlıdır; işte bu başlık, çalışan bireyi merkeze alır. İşe kavramsal bir ayrımla başlamak yerinde olur. Etik ilkeler, belirli bir meslekte çalışanlara rehberlik eden, ahlaki kuralları içeren, kişiyi eyleme geçip geçmeme sürecine yönelten yazılı ilkelerdir; kişiliği ve onun gelişimini hedef alan soyut kavramları belirtir. Davranış kuralları ise etik ilkelere uymanın yanı sıra, mesleğin nasıl yapılması gerektiği konusunda yol gösterici, öğretici ve sınırlayıcı, somut yönlendirmelerdir. Finansal piyasaların temel işlevi kaynakların etkin, verimli ve ekonomik biçimde dağıtılması olarak görülmüştür; ancak iki bin sekiz krizi, herkesin sadece kendi çıkarını en çoklaması varsayımının krizi tetikleyebildiğini göstermiş, bu da bu üç işlevin temeline dördüncü bir unsur olarak etiğin yerleştirilmesini gerekli kılmıştır. Bu kapsamda Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları hazırlanmıştır.

Önce etik ilkelere bakalım; bunlar altı tanedir. Temel ilke, sermaye piyasası çalışanının kamuoyuyla, müşterileriyle, işvereniyle, çalışma arkadaşlarıyla ve diğer katılımcılarla ilişkilerinde bağımsız, dürüst, adil, yetkin, özenli, güncel bilgilere dayalı, saygılı ve etik davranmasını ifade eder. Bağımsızlık, dürüstlük ve adillik ilkesi, çalışanın piyasanın onurunu ve müşterinin çıkarını kendi kişisel çıkarının üstünde tutmasını, her müşteriye eşit davranmasını ister. Özen ve titizlik ilkesi, dikkatli ve basiretli bir kişinin aynı koşulda göstereceği özenin gösterilmesini; sürekli gelişim ilkesi, bilgi ve becerilerin güncel tutulmasını; sır saklama ilkesi, kurum ve müşteriler hakkında öğrenilen sırların açıklanmamasını ve kendi ya da üçüncü kişilerin menfaatine kullanılmamasını öngörür. Etik düşünme ilkesi ise çalışanın olaylar karşısında özgür iradesine dayanan bağımsız kanaatini kullanmasını ve başkalarını da etik ilkeler çerçevesinde davranmaya teşvik etmesini anlatır.

Davranış kuralları beş grupta toplanır. Birinci grup mesleki uzmanlık kuralıdır. Bunun ilk alt kuralı mevzuatın bilinmesidir: çalışan, sermaye piyasası ve ilgili mevzuatı öğrenmeli, güncel tutmalı ve buna uymalıdır; mevzuatlar arasında çelişki varsa daha katı olan düzenlemeye göre hareket etmelidir. Bir ihlal fark ettiğinde önce ilgilileri uyarmalı, işlem sürerse faaliyetle ilişkisini kesmeli ve gerektiğinde Sermaye Piyasası Kuruluna, Mali Suçları Araştırma Kuruluna ya da Biriğe bildirimde bulunmalıdır. İkinci alt kural bağımsızlık ve tarafsızlıktır; çalışan, bağımsızlığına gölge düşürebilecek hiçbir hediye ya da menfaat sağlamamalı, mütevazı hediyeler kabul edilebilir olsa da müşteri menfaatleriyle çatışacak örtük veya açık önerileri reddetmelidir. Üçüncü alt kural gerçeğdişi gösterimdir; çalışan yanlış ya da yanıltıcı beyanda bulunmamalı, başkasının verilerini kaynak göstermeden kullanarak intihal yapmamalı ve hiçbir yatırım için getiri taahhüdünde bulunmamalıdır. Dördüncü alt kural, sahtekârlık, hile veya aldatma içeren, mesleki itibarı zedeleyen davranışlardan kaçınmayı düzenler.

İkinci grup, sermaye piyasalarının dürüst işleyişini sağlama kuralıdır ve üç davranışı hedef alır. İçsel bilgilerin kullanımı; çalışanın, henüz kamuya açıklanmamış ve fiyatı etkileyebilecek bilgiyle bilgi suistimali suçuna yol açacak işlemlerden kaçınmasını gerektirir. Piyasa dolandırıcılığı, Kanun'da suç olarak tanımlanan işlemlerden uzak durmayı ve bunları yapanları Kurula bildirmeyi; piyasa bozucu eylemler ise, adli suç oluşturacak kadar büyük olmasa da piyasanın güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozan ve idari para cezasıyla yaptırıma bağlanan eylemlerden kaçınmayı ister. Üçüncü grup müşterilere karşı görevlerdir; sadakat, sağduyu ve özen ile çalışan müşterinin çıkarını kendi ve işverenin çıkarının üstünde tutar, tüm müşterilere adil davranır, sunulan ürünün müşteriye uygunluğunu gözetir, performansı doğru sunar ve müşteri bilgilerinin gizliliğini korur.

Dördüncü grup işverene karşı görevlerdir. Bu grup bizzat çalışma, özen ve sadakati, işverenin makul düzenleme ve talimatlarına uymayı, bağımsızlığı etkileyebilecek menfaatlerin işverene bildirilmesini ve yöneticilerin kendilerine bağlı çalışanların davranış kurallarına uygun hareket etmesini sağlama sorumluluğunu kapsar. Beşinci ve son grup, sermaye piyasası faaliyetlerinin sunumudur; çalışanın faaliyetlerini özenli ve basiretli biçimde yürütmesini, müşteriler ve olası müşterilerle iletişimini doğru ve anlaşılır kurmasını, iş ve işlemlere ilişkin kayıtları usulüne uygun tutup saklamasını içerir. Bütün bu ilkeler ve kurallar bir arada, karmaşık etik durumlarla karşılaşan sermaye piyasası çalışanına; kime karşı, hangi sorumlulukla hareket etmesi gerektiğini gösteren bir pusula işlevi görür.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.1 • Paranın Zaman Değeri ve Faiz Hesaplamaları

Paranın Zaman Değeri: Faiz, Bugünkü Değer ve Gelecekteki Değer Hesaplamaları

KISACA

Paranın zaman değeri, bugün elde bulunan bir paranın gelecekteki aynı tutardan daha değerli olmasının finansal karşılığıdır. Yatırım, gelecekte daha fazla tüketebilmek için cari tüketimden bir süre vazgeçmektir; bu vazgeçişin ödülü ya da bugün daha fazla tüketmenin bedeli paranın zaman değerini oluşturur. Bu ödülün en bilinen biçimi faizdir; yani borç verilen fon karşılığında talep edilen gelir veya alınan borç için katlanılan bedeldir. Faiz iki yöntemle işler. Basit faizde kazanç yalnızca anapara üzerinden hesaplanır ve doğrusal büyür; bileşik faizde her dönemin faizi anaparaya eklenip bir sonraki dönemin faizini de ürettiği için büyüme hızlanarak, üstel biçimde gerçekleşir. Hesaplamalar iki yönde yapılır: bugünkü bir tutarın ileride ulaşacağı gelecekteki değer ve gelecekteki bir tutarın iskonto oranıyla bugüne indirgenen bugünkü değer. Nakit akışları bir defalık olabileceği gibi, dönem aralıkları eşit ve tutarları aynı olan anüiteler ya da teorik olarak sonsuza dek süren perpetüiteler biçiminde seri de olabilir; her biri kendi değerlendirme mantığına sahiptir. Yıl içinde birden fazla bileşikleme yapıldığında gerçek getiriyi ya da maliyeti görebilmek için efektif yıllık faiz oranına dönmek gerekir.

Bu konuya girmeden önce yatırımın ne olduğunu netleştirmek gerekir, çünkü paranın zaman değeri fikri doğrudan oradan doğar. Yatırım, bugün sahip olunan belirli bir parasal büyüklüğün kullanımından, yani cari tüketimden, gelecekte daha fazla tüketim yapma beklentisiyle belli bir süre için vazgeçmektir. Cari tüketimini erteleyen ekonomik birimler gelecekte bu vazgeçişin karşılığını daha fazla tüketim olarak almayı bekler; bugün gelirinden fazla tüketmek isteyen açık verenler ise gelecekte daha azına razı olur. İşte tüketimi erteleyenin ödülü ya da öne çekenin bedeli, paranın zaman değeridir. Fiyatların değişmediği ve belirsizliğin olmadığı varsayımsal bir ortamda bu, paranın saf zaman değeridir; gerçek dünyada ise yatırımcının talep ettiği ödül üç şeyi birden karşılar: fonlardan vazgeçilen zamanı, paranın satın alma gücündeki değişimi ve gelecekteki ödemelere ilişkin belirsizliği. Yatırımcının bu üçü için istediği toplam ödüle gerekli getiri oranı denir.

Bu ödülün en yaygın somut biçimi faizdir. Faiz, borç olarak verilen fon karşılığında talep edilen gelir ve fon ihtiyacını karşılamak için alınan borç karşılığında katlanılan bedeldir; borç veren bir faiz geliri elde ederken borç alan bir faiz giderine katlanır. Yıllık faiz gelirin ya da giderinin ilgili fon tutarına oranı faiz oranıdır. Faiz, hesaplama tekniğine göre iki türlüdür. Basit faiz, yatırım süresi boyunca yalnızca anapara üzerinden hesaplanır; yüz liralık bir tutar yıllık yüzde on ile işletilirse her yıl aynı on lira eklenir ve tutar yüz on, yüz yirmi, yüz otuz diyerek doğrusal biçimde büyür. Basit faizle bir tutarın dönem sonundaki değeri, bugünkü değer bir artı faiz oranı ile vade sayısının çarpımı kadar artırılmasıyla bulunur. Bileşik faiz ise her dönemin faizini anaparaya ekler ve bir sonraki dönemde bu büyümüş tutar üzerinden faiz kazandırır; aynı yüz lira bu kez yüz on, yüz yirmi bir, yüz otuz üç virgöl bir diyerek gitgide artan adımlarla büyür. Bileşik faizde dönem sonundaki değer, bugünkü değer bir artı faiz oranının vade sayısı kadar üssüyle çarpımına eşittir. Aradaki fark uzun vadede çarpıcı hale gelir: on bin lira yüzde sekizle iki yıl

işletildiğinde basit faizle on bir bin altı yüz liraya, bileşik faizle on bir bin altı yüz altmış dört liraya ulaşır; bin liralık bir mevduat yüzde on ile elli yıl tutulduğunda ise faizin faizi sayesinde yüz on yedi bin liranın üzerine çıkar ki bu tutarın büyük kısmı doğrudan bileşik etkiden kaynaklanır.

Günümüzde bankalar faizi çoğu zaman yıllık değil, çeyreklik, aylık ya da günlük olarak bileşikler. Daha sık bileşikleme kazancı artırdığından, ilan edilen yıllık basit oran gerçek getiriye olduğundan düşük gösterir. Gerçek getiriye veren orana efektif yıllık faiz oranı denir ve bir artı yıllık oranın dönem sayısına bölümünün, yine dönem sayısı kadar üssünden bir çıkarılarak bulunur. Örneğin yüzde sekiz nominal oran çeyreklik bileşiklenirse efektif oran yüzde sekiz virgöl yirmi dörde çıkar; yüzde yirmi yıllık oran altı ayda bir uygulandığında ise efektif oran yüzde yirmi bire ulaşır, çünkü altı ayda bir yüzde on kazanmak yılda tek seferde yüzde yirmi kazanmakla aynı şey değildir. Bileşikleme sıklığının teorik üst sınırı yoktur; dönem sayısı sonsuza götürülürse sürekli bileşik faize ulaşılır ve bu durumda efektif oran, matematiksel sabit e sayısının faiz oranı kadar üssünden bir çıkarılarak hesaplanır. Buna göre yüzde on sürekli bileşik oran yaklaşık yüzde on virgöl elli iki efektif getiriye karşılık gelir. Sürekli bileşik ifade, özellikle opsiyon fiyatlaması gibi türev alınması gereken hesaplamalarda tercih edilir.

Paranın zaman değeri hesaplamaları temelde iki yönlüdür. Gelecekteki değer, bugünkü bir tutarın belirli bir faiz oranıyla ileride ulaşacağı toplam değerdir; bugünkü değer ise gelecekteki bir tutarın bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmiş değeridir. İskonto oranı, geleceği bugüne taşıırken kullanılan faiz oranıdır. Bir defa gerçekleşen tek bir nakit akışının gelecekteki değeri, o akışın bir artı faiz oranının vade kadar üssüyle çarpımıdır; bugünkü değeri ise aynı ifadenin tersine, gelecekteki tutarın bir artı iskonto oranının vade kadar üssüne bölünmesiyle bulunur. Örneğin bugün elde tutulan otuz beş bin lira yüzde yirmi bileşik faizle on yıl işletildiğinde iki yüz on altı bin liranın üzerine çıkar.

Nakit akışları çoğu zaman tek değil seri halindedir. Dönemden döneme farklılaşan akışlarda başka yol yoktur: her dönemin değeri ayrı ayrı hesaplanıp toplanır. Ancak dönem aralıkları eşit, tutarları aynı ve yönleri aynı olan akışlara anüite denir ve bunlar tek bir formülle topluca değerlendirilebilir. Bir anüitenin gelecekteki değeri, dönemsel tutarın, bir artı faiz oranının vade kadar üssünden bir çıkarıldıktan sonra faiz oranına bölünmesiyle elde edilen çarpanla büyütülmesidir. Bir anüitenin bugünkü değeri ise dönemsel tutarın, birden bir artı faiz oranının negatif vade üssü çıkarılıp bunun faiz oranına bölünmesiyle bulunan çarpanla indirgenmesidir. Ödemeler dönem sonunda değil dönem başında yapılıyorsa, bu bugünkü değer bir kez daha bir artı faiz oranıyla çarpılarak düzeltilir; bir milyon liralık bir borcun yüzde yirmi dört yıllık, yani aylık yüzde iki oranla on iki eşit dönem başı taksitle ödenmesi bu yolla çözülür ve toplam ödeme anaparanın üzerine faizi ekleyerek büyür.

Seri akışların özel bir sınırı perpetüitedir. Perpetüite, teorik olarak sonsuza dek süren ve her dönem sonunda sabit tutarlı nakit akışı sağlayan seridir; süresiz temettü ödediği varsayılan bir hisse, uzun süre değişmeyecek kira getiren bir işyeri ya da sonsuz kupon ödeyen kuramsal bir sürekli tahvil buna yaklaşıp. Anüiteden ayrıldığı nokta dönem sayısının sonlu değil sonsuz oluşudur. Sabit tutarlı bir perpetüitenin bugünkü değeri son derece sadedir: dönemsel sabit nakit akışının dönemsel iskonto oranına bölünmesidir. Yıllık seksen bin lira kira getiren ve yüzde kırk getiri beklenen bir işyeri bu mantıkla en fazla iki yüz bin liraya alınır. Gerçek hayatta kiralara ve temettüleri genellikle her yıl belli bir

oranda arttığından, sabit perpetüite yanıltıcı olabilir; bu durumda büyüyen perpetüite kullanılır. Büyüyen perpetüitenin bugünkü değeri, gelecek yılın nakit akışının, gerekli getiri oranından büyüme oranı çıkarılarak elde edilen farka bölünmesidir. Bu formülün geçerli olması için gerekli getirinin büyüme oranından büyük olması şarttır; aksi halde değer sonsuza gider. Aynı mantık hisse senedi değerlemesinde Gordon modeli olarak karşımıza çıkar: bir hissenin bugünkü teorik değeri, gelecek yıl beklenen temettünün gerekli getiri ile büyüme oranı farkına bölünmesiyle bulunur. Bu formülde büyüme oranındaki küçük bir düşüş bile teorik değeri belirgin biçimde aşağı çeker, çünkü paydadaki fark daralmak yerine genişler. Bütün bu araçlar aynı tek fikrin farklı görünümleridir: her nakit akışı, gerçekleştiği zamana ve o zamana kadar işleyen faize göre bugüne taşındığında karşılaştırılabilir hale gelir.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.2 · Getiri ve Risk

Getiri ve Risk: Ölçüm Yöntemleri, Çeşitlendirme ve Risk Primi

KISACA

Fiziksel varlıkların pek çok özelliğine bakılırken, finansal varlıklar yalnızca iki özellikle değerlendirilir: getiri ve risk. Getiri, dönemsel gelir olan temettü ya da faiz ile fiyat değişiminden doğan sermaye kazancının toplamıdır. Tek dönemlik getiriye elde tutma getirisi denir; çok dönemli getiri birden çok yolla hesaplanabilir. Aritmetik ortalama basit ortalamayı, geometrik ortalama ise bileşik etkiyi dikkate aldığı için gerçek büyümeyi daha doğru verir ve aritmetik ortalama her zaman geometrik ortalamaya eşit ya da ondan büyüktür. Nakit giriş çıkışı olan portföylerde para ağırlıklı getiri yani iç verim oranı yatırımcının gerçek kazancını, zaman ağırlıklı getiri ise nakit hareketlerinin etkisini dışlayarak yöneticinin başarısını ölçer. Risk, beklenenden farklı sonuçların çıkma ihtimalidir ve en yaygın olarak varyans veya onun karekökü olan standart sapmayla ölçülür. Bir portföyün riski, tek tek varlıkların riskinin ağırlıklı ortalaması değildir; varlıkların birlikte hareketini gösteren kovaryans ve korelasyon devreye girer. Korelasyon düştükçe çeşitlendirmenin gücü artar ve portföy riski düşer. Yüksek riske katlanmanın karşılığı olan ek getiriye risk primi denir.

Bir kitaplık ya da otomobil seçerken malzeme, renk, boyut gibi çok sayıda özelliğe bakarız; oysa finansal varlıklar yalnızca iki özelliğiyle değerlendirilir: getiri ve risk. Bu sadeleştirme, farklı yatırımların ortak bir dille karşılaştırılmasını mümkün kılar. Finansal varlıklar iki tür gelir sağlar. Birincisi nakit temettü ya da faiz gibi dönemsel gelirlerdir ve her varlıkta bulunmayabilir; ikincisi varlığın fiyatındaki artış ya da azalıştan doğan sermaye kazancı veya kaybıdır. Tek bir dönem için hesaplanan getiriye elde tutma getirisi denir ve tek bir yolu vardır: dönem sonu fiyatından dönem başı fiyatı çıkarılıp varsa temettü eklenir, bu toplam dönem başı fiyatına bölünür. Örneğin yüz liraya alınan bir hisse yüz on liraya çıkıp dört lira temettü öderse, on liralık sermaye kazancı ve dört liralık temettü verimiyle toplam getiri yüzde on dört olur.

Getiri birden çok döneme yayıldığında ise hesaplama yöntemi çeşitlenir ve her yöntem farklı sonuç verir. En basiti, dönem getirilerinin basit ortalamasını alan aritmetik getiridir; eksi kırk beş, artı otuz iki ve artı yirmi sekiz yüzdeler üç yılın aritmetik ortalaması yüzde beştir. Ancak bu yöntem her dönem başında aynı paranın yatırıldığını varsayar. Geometrik getiri ise bileşik faiz mantığıyla, her dönemin bir artı getirisini çarpıp sonucun dönem sayısı kadar kökünü alarak bir çıkarır; aynı üç yıl için sonuç eksi yüzde iki virgöl dört olur ve bu, paranın gerçekte ulaştığı değere karşılık gelir. Aritmetik ortalama her zaman geometrik ortalamaya eşit ya da ondan büyüktür; eşitlik yalnızca tüm dönem getirileri aynıysa geçerlidir. Aradaki fark, getirilerin değişkenliği arttıkça büyür; yaklaşık olarak geometrik getiri, aritmetik getiriden varyansın yarısı kadar düşüktür. Bu yüzden gelecek tek dönemin beklenen getirisini tahmin ederken aritmetik ortalama, çok dönemli geçmiş performansı özetlerken ise geometrik ortalama tercih edilir.

Bu iki yöntem de paranın bir kez dönem başında yatırıldığını varsayar. Yatırımcı dönem içinde para ekleyip çıkarıyorsa gerçek getiriye bulmak için para ağırlıklı getiri, yani iç verim oranı kullanılır; bu, tüm nakit akışlarının bugünkü değerini sıfıra eşitleyen orandır. Para ağırlıklı getirinin sakıncası, her yatırımcının farklı zamanlarda farklı tutar koyması nedeniyle karşılaştırmaya elvermemesidir. Portföy yöneticisinin başarısını ölçmek gerektiğinde ise nakit giriş çıkışlarının etkisini dışlayan zaman ağırlıklı getiri kullanılır: ölçüm dönemi büyük nakit hareketlerinin olduğu noktalarda alt dönemlere bölünür, her alt dönemin getirisi hesaplanır ve bunlar birbiriyle çarpılarak bağlanır. Özetle, yöneticinin ne kadar iyi olduğunu görmek için zaman ağırlıklı getiri, belirli bir yatırımcının cebine gerçekte ne girdiğini görmek için para ağırlıklı getiri anlamlıdır.

Farklı vadelerdeki yatırımları karşılaştırabilmek için getiriler yıllıklandırılır; dönem getirisinin bir artışı, yıl içindeki dönem sayısı kadar üsse yükseltip bir çıkarılır. Böylece aylık yüzde bir virgül iki getiri yaklaşık yüzde on beş virgül otuz dokuz yıllık getiriye dönüşür. Geleceğe dönük kararlarda ise beklenen getiri önem kazanır; bu, olası getirilerin gerçekleşme olasılıklarıyla ağırlıklandırılmış ortalamasıdır. Birden çok varlık taşıyan bir portföyün getirisi de varlık getirilerinin portföydeki ağırlıklarla alınmış ortalamasıdır ve ağırlıkların toplamı bire eşittir. Getiri hesabına vergi, enflasyon ve borçlanma da girer: vergi sonrası getiri, vergi öncesi getirinin bir eksi vergi oranıyla çarpımıdır; reel getiri, nominal getirinin bir artı enflasyona bölünmesiyle enflasyondan arındırılır; borçla yapılan yatırımda ise kaldıraç getiriye büyütür ama ödenen faiz düşülmelidir.

İkinci temel özellik risktir. Risk, beklenen bir durumdan farklı sonuçların ortaya çıkma ihtimalidir; belirsizlikten farkı, olasılık dağılımının objektif olarak bilinebilmesidir; belirsizlikte ise bu dağılım özeldir. Riskin en yaygın ölçüsü varyanstır: getirilerin ortalamadan sapmalarının karelerinin ortalamasıdır. Elde yalnızca bir örneklem varsa payda dönem sayısının bir eksiğine, yani serbestlik derecesine bölünür. Varyansın karekökü standart sapmadır ve yüksek standart sapma, getirinin tahmininin güç olduğunu, dolayısıyla daha riskli bir yatırımı gösterir. Standart sapma ortalamasının hem altındaki hem üstündeki sapmaları simetrik ölçtüğü için, yalnızca kötü sürprizlerle ilgilenen yatırımcılar bunun yerine semivaryansı, yani belirlenen bir hedef getirinin altında kalan gözlemlerin yayılımını ölçen aşağı yönlü sapmayı kullanır.

Riskin en can alıcı yanı portföy düzeyinde ortaya çıkar. Portföyün getirisi ağırlıklı ortalamayla bulunurken, portföyün riski ağırlıklı ortalamayla bulunamaz; çünkü varlıkların birbiriyle olan ilişkisi riski artırır ya da azaltır. Bu ilişkiyi ölçen büyüklük kovaryanstır, yani iki varlığın getirilerinin aynı anda birlikte hareket etme derecesidir. Kovaryansın işareti ilişkiyi gösterir ama büyüklüğü yorumlanamaz; bu yüzden kovaryansın iki varlığın standart sapmalarının çarpımına bölünmesiyle elde edilen ve daima eksi bir ile artı bir arasında değer alan korelasyon katsayısı kullanılır. İki varlıklı bir portföyün varyansı, birinci varlığın ağırlık ve standart sapma karelerinin çarpımı, ikinci varlık için aynı terim ve iki katı ağırlıklarla korelasyon ve standart sapmaların çarpımından oluşan üçüncü terimin toplamıdır. İşte çeşitlendirmenin gücü bu üçüncü terimde saklıdır: korelasyon ne kadar düşükse portföy riski o kadar azalır. Öyle ki, yüksek riskli bir hisse bile, mevcut hisseyle güçlü negatif korelasyona sahipse portföye eklendiğinde hem getiriye yükseltip hem toplam riski düşürebilir. Korelasyonun yorumunda dikkat gerekir; yalnızca doğrusal ilişkiyi ölçer, uç gözlemlere duyarlıdır ve yüksek korelasyon nedensellik

anlamına gelmez, ekonomik bir temeli olmayan yanıltıcı korelasyonlara dayanmak yanlış stratejilere yol açar.

Getiri ve risk arasında etkin piyasalarda pozitif bir ilişki vardır: yüksek risk almadan yüksek getiri elde edilemez. Yatırımcının fazladan aldığı riske karşılık istediği ek getiriye risk primi denir. Bir finansal varlığın beklenen getirisi, nominal risksiz faiz oranı ile risk priminin toplamı olarak yazılabilir. Hazine bonosunun getirisi yalnızca nominal risksiz faiz olduğundan risk primi taşımadığı kabul edilir. Devlet tahvili kredi riski taşımasa da uzun vadesi nedeniyle bir vade primi ekler. Kurumsal tahvil buna kredi riski ve daha düşük işlem derinliğinden doğan likidite primini katar. En yüksek risk primi ise hisse senetlerindedir, çünkü onlarda geri ödenmeme riskinin yanına başka risk kaynakları da eklenir. Böylece risk primi, vade primi, kredi primi, likidite primi ve hisseye özgü ilave risk priminin katmanlanmasıyla oluşur; bir sonraki adım ise bu getiri ve risk kavramlarını en iyi biçimde birleştiren portföy modellerini kurmaktır.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.3 · Portföy Teorisi

Portföy Teorisi: Fayda, Ortalama–Varyans Modeli, Etkin Sınır ve Ayrım Teoremi

KISACA

Portföy teorisi, getiri ve riski ilk kez birlikte inceleyen kuramdır ve temelinde fayda teorisi yatar. Fayda, bir yatırımın sağladığı tatmindir; rasyonel bireyler faydalarını en yükseğe çıkarmak ister ve akılcı yatırımcı genel olarak riskten kaçınır, ancak kaçınma derecesi kişiden kişiye değişir. Aynı faydayı veren getiri-risk bileşimlerini birleştiren eğrilere kayıtsızlık eğrileri denir. 1952'de Harry Markowitz'in geliştirdiği Ortalama–Varyans Modeli, beklenen getiriyi istenen, getirin varyansını ise istenmeyen bir unsur olarak ele alır ve riski azaltmanın en etkin yolunun çeşitlendirme olduğunu gösterir. Çeşitlendirmenin gücü, varlıklar arasındaki korelasyonun düşüklüğünden gelir; portföyün riski tek tek varlıkların riskinin ağırlıklı ortalaması değildir. Belirli bir risk için en yüksek getiriyi ya da belirli bir getiri için en düşük riski sunan portföyler etkin portföylerdir ve bunları birleştiren eğri etkin sınırdır. Optimal portföy, etkin sınırın yatırımcının kayıtsızlık eğrisine teğet olduğu noktada oluşur. James Tobin'in Portföy Seçimi Teoremi ise portföye risksiz varlık ekleyerek kararı ikiye ayırır: hangi riskli portföyün tutulacağı herkes için aynıdır, ne kadar risk alınacağı ise kişiseldir.

Portföy teorisi, finasta bireysel ya da kurumsal yatırımcıların en iyi kararı nasıl alacağı sorusuna, getiri ile riski ilk kez birlikte ele alarak yanıt verir. Bu kuramın temeli fayda teorisidir. Fayda, bir nesneye sahip olmanın kişide yarattığı tatmin düzeyidir ve doğası gereği görecelidir; aynı tutardaki kazancın fakir birine sağladığı fayda, zengin birine sağladığından genellikle daha yüksektir. Bir fayda fonksiyonunun üç temel özelliği vardır: her bireyin fayda fonksiyonu farklıdır, fayda her zaman pozitifdir ve azalan marjinal fayda ilkesi gereği azalarak artar. Bütün akılcı bireyler riskten kaçınan bir yapıya sahip olsa da kaçınma dereceleri farklıdır. Servetteki bir birim artışın sağladığı ek fayda, aynı miktarda azalmanın getireceği kayıptan daha düşükse birey riskten kaçınandır; iki fayda eşitse riske kayıtsız, artışın faydası kaybın faydasından büyükse riskten hoşlanan bireydir. Bir yazı tura oyununda beklenen değeri elli lira olan bir bahis ile garanti elli lira arasında, riskten kaçınan garantiyi, riskten hoşlanan bahsi, kayıtsız olan ise ikisini eşit görür. Bu tutum sayısallaştırılabilir: yatırımın faydası, beklenen getiriden, riskten kaçınma katsayısının yarısı ile varyansın çarpımının çıkarılmasıyla ifade edilebilir. Bu katsayı riskten kaçınanlar için pozitif, kayıtsızlar için sıfır, riskten hoşlananlar için negatiftir; katsayı ne kadar büyükse yatırımcı bir birim ek risk için o kadar fazla getiri telafisi ister.

Yatırımcı kararını beklenen getiri ve risk olmak üzere iki değişkene göre verir. Aynı fayda düzeyini sağlayan farklı getiri-risk bileşimleri iki boyutlu bir grafiğe taşındığında kayıtsızlık eğrisi elde edilir; her fayda düzeyi için bir eğri çizilebildiğinden bir kayıtsızlık eğrileri kümesi doğar. Bir eğri üzerindeki tüm noktalar aynı faydayı verir, çünkü daha yüksek risk daha yüksek getiriyle dengelenir; grafikte kuzeybatıya, yani daha yüksek getiri ve daha düşük risk yönüne gidildikçe daha yüksek fayda düzeylerine ulaşılır. Riskten kaçınan bir yatırımcının kayıtsızlık eğrileri azalan marjinal fayda gereği

içbükeydir ve eğimi yatırımcının riske duyarlılığını gösterir; daha dik eğim riske daha duyarlı bir yatırımcıyı ifade eder.

Bu kavramsal zemin üzerinde 1952'de Harry Markowitz'in yazdığı Portföy Seçimi başlıklı çalışma, beklenen getiri ile riski birlikte içeren ilk modeli, yani Ortalama-Varyans Modeli'ni kurar. Model, beklenen getiriyi istenen, getirinin varyansını ise istenmeyen bir şey olarak değerlendirir ve riski varyans yoluyla sayısallaştırır. Markowitz'e göre varyansı azaltmanın en etkin yolu çeşitlendirmedir ve bu, modelin en önemli noktasıdır. Çeşitlendirmenin gücü varlıkların birlikte hareketini gösteren korelasyondan gelir. Korelasyon artı bir olduğunda çeşitlendirme faydası yoktur ve portföy riski varlıkların riskinin ağırlıklı ortalamasına eşit olur; korelasyon eksi bir olduğunda uygun ağırlıklarla portföy riski tamamen sıfırlanabilir; gerçek varlıkların çoğunda ise korelasyon bu iki uç arasında olduğundan portföy riski bileşenlerinin ağırlıklı risk toplamından daha düşük olur ve risk-getiri düzleminde sola kavisli bir eğri doğar. Bu eğri üzerinde standart sapmanın en düşük olduğu nokta minimum varyans portföyüdür. Çeşitlendirmenin bir sınırı vardır: eşit ağırlıklı çok varlıklı bir portföyde varlık sayısı sonsuza gittikçe tekil varlıkların özel, yani idiosinkratik riski tümüyle yok olur, ancak portföy varyansı varlıklar arasındaki ortalama kovaryansa yakınsar. Çeşitlendirmeyeyle yok edilemeyen bu kalıcı risk, ileride sistematik risk ya da piyasa riski olarak adlandırılacaktır.

Piyasadaki varlıklardan sınırsız sayıda portföy oluşturulabilir ve bunların tümü yatırımcının fırsat kümesini oluşturur. Markowitz bu küme içinden seçimi etkinlik kavramıyla yapar: belirli bir risk düzeyinde en yüksek beklenen getiriyi, ya da belirli bir beklenen getiride en düşük riski sunan portföyler tercih edilmelidir. Bu kurala uyan portföyler etkin portföylerdir ve onları birleştiren eğriye etkin sınır denir. Etkin sınır belirlendikten sonra yatırımcının hangi portföyü seçeceği, kayıtsızlık eğrileriyle ilgilidir; yatırımcı ulaşabileceği en üstteki kayıtsızlık eğrisini hedefler, dolayısıyla optimal portföy etkin sınır ile yatırımcının kayıtsızlık eğrisinin teğet olduğu noktada oluşur. Riske daha duyarlı ve daha az duyarlı iki yatırımcı, farklı eğimdeki eğrileri nedeniyle etkin sınır üzerinde farklı optimal portföylere ulaşır. Ortalama-Varyans Modeli, getiri ve riskin ilk kez öznel yargılardan bağımsız, tümüyle nesnel ölçütlerle ölçüldüğü ve yatırımcıların kovaryans etkisini fark ettiği bir dönüm noktasıdır; ne var ki bütün varlık kombinasyonlarını analiz etmenin işlem yükü onu uygulamada zorlaştırır.

Markowitz yatırımcının yalnızca riskli varlıklardan seçim yaptığını varsayar; oysa gerçekte yatırımcı risksiz varlıklara ya da nakde de yer verir. Bu boşluğu 1958'de James Tobin doldurur. Tobin'e göre yatırımcı servetini ya hep riskli ya hep risksiz biçiminde değil, ikisi arasında paylaştırır ve portföy seçimi iki bağımsız aşamalı bir karardır. Birinci aşamada yatırımcı ne kadar risk üstleneceğine, yani ne kadar riskli ve ne kadar risksiz varlık tutacağına karar verir; bu tamamen kişisel tercihe bağlıdır ve kişiden kişiye değişir. İkinci aşamada portföyün riskli kısmını oluşturacak varlıkları seçer; Ortalama-Varyans Modeli etkin sınırı zaten çizdiğinden yatırımcının yapması gereken tek şey tüm etkin portföyler içinde en üstün olan tek portföyü belirlemektir ve bu portföy bütün yatırımcılar için aynıdır. İki kararın birbirinden bağımsız olması nedeniyle bu model Portföy Seçimi Teoremi olarak bilinir.

Bu ayrımı somutlaştıran araç risksiz varlıktır. Risksiz varlık getirisi kesin olarak bilinen, hazine bonosu ya da devlet tahvili gibi standart sapması sıfır olan bir yatırımdır. Risksiz varlık ile riskli bir portföy

birleştirildiğinde, risksiz varlığın standart sapması sıfır olduğu için portföy riski basitçe riskli varlığın ağırlığı ile standart sapmasının çarpımına iner; bu da risk ile beklenen getiri arasında doğrusal bir ilişki, yani bir doğru oluşturur. Varlık bileşim doğrusu adı verilen bu doğrunun getiri eksenini kestiği nokta risksiz faiz oranıdır ve eğimi, riskli portföyün getirisinden risksiz faizin çıkarılıp standart sapmaya bölünmesiyle bulunan, taşınan birim risk başına ek getiriye verir. Yatırımcı hiç risk almadan risksiz faiz kadar getiriye ulaşabilir; risksiz ile riskli varlığı birlikte tuttuğu portföylere ödünç veren portföyler, risksiz faizden borçlanıp tümünü riskli portföye yatırdığı noktalara ise ödünç alan portföyler denir. Bütün varlık bileşim doğruları içinde en dik olanı, yani etkin sınıra teğet olan doğru en yüksek getiri-risk oranını sunar; bu teğet noktadaki portföy, Tobin'in bahsettiği herkes için aynı olan en üstün riskli portföydür. Böylece yatırımcıya kalan tek şey, kendi risk iştahına göre bu teğet portföy ile risksiz varlık arasında dağılımı belirlemektir. Tobin'in bu görüşü, ileride Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'nin de temelini oluşturacaktır.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.4.1 • Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli: Beta, Sistemik Risk ve Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu

KISACA

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, kısaca FVFM, sermaye pazarı dengede iken riskli varlıkların beklenen getirisi ile riski arasındaki ilişkiyi açıklayan ilk denge modelidir. Markowitz portföy teorisinin ardından Sharpe, Lintner ve Mossin tarafından birbirinden bağımsız geliştirilmiştir. Modelin kalbindeki fikir, bir varlığın taşıdığı toplam riskin değil, yalnızca çeşitlendirmeyele yok edilemeyen sistematik riskinin ödüllendirildiğidir; çünkü iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde sistematik olmayan risk zaten ortadan kalkar ve piyasa denge fiyatını bu riski eritebilen yatırımcılar belirler. Sistemik risk, bir varlığın getirisinin pazar portföyünün getirisindeki değişimlere gösterdiği duyarlılığı ölçen beta katsayısıyla ifade edilir. Beta, varlığın pazarla kovaryansının pazarın varyansına oranıdır; pazar portföyünün betası birdir, birden büyük betalar agresif, bir ile sıfır arasındakiler defansif varlıkları gösterir. Modelin en bilinen ifadesi olan Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu, bir varlığın beklenen getirisini risksiz faiz artı betanın pazar risk primiyle çarpımı olarak verir. Bir varlığın gerçek beklenen getirisi ile bu doğrunun öngördüğü adil getiri arasındaki fark alfa'dır ve varlığın yanlış fiyatlanıp fiyatlanmadığını gösterir.

Portföy teorisi ve onun üzerine kurulan sermaye pazarı teorisinden sonra, riskli varlıkların fiyatlarını açıklamaya çalışan iki büyük model doğdu; bunların ilki Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, yani FVFM'dir. Model, sermaye pazarının dengede olduğu durumda finansal varlıkların risk ve beklenen getirileri arasındaki ilişkiyi matematiksel olarak açıklamak için geliştirilmiş ilk kısmi denge modelidir. Markowitz'in 1952'deki çalışmasından yaklaşık on iki yıl sonra William Sharpe, John Lintner ve Jan Mossin tarafından birbirinden bağımsız biçimde neredeyse eş zamanlı geliştirildiği için standart biçimi bazen Sharpe-Lintner-Mossin versiyonu olarak da anılır. Modelin iki temel işlevi vardır: bir varlığın riski veri iken dengede sağlaması gereken adil getiriyi bir karşılaştırma ölçütü olarak vererek varlığın yüksek mi, düşük mü, yoksa doğru mu fiyatlandığını belirlemek; ve henüz işlem görmeyen, örneğin ilk kez halka arz edilecek bir hisseye ilişkin beklenen getiriyi kestirmek.

FVFM'yi anlamak için önce sermaye pazarı doğrusundan geçmek gerekir. Bu doğru, iyi çeşitlendirilmiş etkin bir portföyün beklenen getirisinin, risksiz varlığın getirisi ile üstlenilen risk karşılığında talep edilen risk priminin toplamı olduğunu söyler; getiri, risksiz faiz artı portföyün standart sapması çarpı pazarın risk priminin pazarın standart sapmasına bölümüdür. Buradaki pazar risk priminin pazar standart sapmasına oranı riskin pazar fiyatı olarak adlandırılır. Ne var ki sermaye pazarı doğrusu riski toplam volatilité, yani standart sapma olarak tanımlar ve bu yalnızca sistematik olmayan riski çeşitlendirmeyele yok etmiş iyi çeşitlendirilmiş portföyler için geçerlidir; tekil bir riskli varlığın toplam riski hâlâ çeşitlendirilebilir bileşeni içerdiğinden bu doğru tek tek varlıklar için risk-getiri ilişkisini açıklayamaz.

FVFM işte bu boşluğu doldurur; riski toplam risk yerine yalnızca sistematik bileşeni biçiminde yeniden tanımlar. Bir varlığın sistematik riski, getirisinin pazar portföyünün getirisindeki değişimlere gösterdiği duyarlılığı ölçen beta katsayısıyla ifade edilir. Beta, varlığın getirisi ile pazar getirisi arasındaki

kovaryansın pazarın varyansına oranıdır; aynı zamanda varlığın standart sapması ile varlık-pazar korelasyonunun çarpımının pazar standart sapmasına bölünmesine eşittir. Neden yalnızca sistematik risk fiyatlanır? Çünkü aynı hisseyi iki grup düşünelim: iyi çeşitlendirilmiş yatırımcılar o hissenin yalnızca portföyün toplam riskine kattığı marjinal, yani sistematik riski dikkate alır ve tekil riskini portföyde ettikleri için hisseye daha yüksek bir fiyat biçerler; çeşitlendirme yapmayanlar ise yüksek toplam risk yüzünden daha düşük bir fiyat öderler. Denge fiyatını daha yüksek fiyat teklif eden çeşitlendirenler belirler; sonuçta piyasada yalnızca çeşitlendirilemeyen sistematik risk ödüllendirilir, tekil riski taşıyan yatırımcı bunun karşılığında ek getiri elde edemez.

Modelin temel varsayımları iki grupta toplanır. Yatırımcı davranışına ilişkin olanlar, yatırımcıların riskten kaçındığı ve etkin sınırdaki portföyleri seçtiği, kararlarını ortalama-varyans modeline göre verdiği, girdilere dair homojen beklentilere sahip olduğu ve hepsinin aynı tek dönemlik yatırım ufkuna sahip olduğudur. Piyasaya ilişkin olanlar ise tam rekabetçi bir piyasa, tüm varlıkların pazarlanabilir ve sonsuz bölünebilir olması, başlangıçta dengede ve doğru fiyatlanmış olması, risksiz faizden sınırsız borç alıp verebilme, bilgiye engelsiz ve maliyetsiz erişim, sınırsız açığa satış ve verginin ile işlem maliyetinin bulunmamasıdır. Bu varsayımların çoğu gerçekçi değildir; ancak bir teori varsayımlarının gerçekçiliğiyle değil, olguları açıklama ve öngörme başarısıyla değerlendirilir.

Homojen beklentiler ve ortak risksiz faiz altında bütün yatırımcılar aynı tek riskli varlık portföyünü seçer; bu, risksiz faizden çizilip etkin sınıra teğet geçen doğrunun geçtiği portföydür. Herkes aynı portföyü tuttuğuna göre bu portföy pazar portföyü olmalıdır; yani tüm riskli varlıkları, her birini pazar değeriyle orantılı ağırlıkta içeren portföy. Buradan iki sonuç çıkar: bütün yatırımcılar pazar portföyü ile risksiz varlığın bir bileşimini tutar ve pazar portföyünü tek tek varlıkları analiz etmeden bir endeks fonuyla temsil etmek etkin bir stratejidir. Bu, Yatırım Fonu Teoremi olarak bilinir ve pasif yatırımın, örneğin BIST 100 ya da BIST 30 gibi geniş bir endeksi izleyen düşük maliyetli bir fona sermayenin risk iştahına uygun kısmını yatırıp gerisini risksiz araçlarda tutmanın neden rasyonel olduğunu açıklar.

Bir varlığın portföyün riskine katkısı, getirisinin pazar getirisiyle kovaryansına bağlıdır; dengede bütün varlıkların getiri-risk oranı eşit olmalıdır, aksi halde arz-talep fiyatları düzeltir. Bu eşitlikten modelin en bilinen ifadesi doğar: bir varlığın beklenen getirisi, risksiz faiz artı betanın pazar risk primiyle çarpımına eşittir. Grafiksel olarak dikey ekseninde beklenen getiri, yatay ekseninde beta bulunan ve risksiz getiriden geçen bu doğruya Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu denir; eğimi pazar risk primidir, çünkü pazar portföyünün betası birdir. Sermaye pazarı doğrusundan farkı, riski standart sapma yerine beta ile ölçmesi ve bu sayede yalnızca iyi çeşitlendirilmiş portföyler için değil, tekil riskli varlıklar için de geçerli olmasıdır. Betası birden büyük varlıklar pazara ortalamadan daha duyarlı olduğu için agresif, bir ile sıfır arasındakiler defansif adını alır; risksiz varlığın betası sıfırdır, negatif betalı varlıklar ise pazarla ters hareket eder ama pratikte kalıcı olarak bulunması güçtür.

Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu bir karşılaştırma ölçütü sunar. Bir varlığın analiz sonucu beklenen getirisi ile doğrunun öngördüğü adil getiri arasındaki fark, varlığın alfasıdır. Alfa pozitifse varlık düşük fiyatlanmış olup doğrunun üzerindedir ve zamanla adil fiyata yükselmesi beklenir; negatifse yüksek fiyatlanmış olup doğrunun altındadır. Örneğin pazar getirisi yüzde on altı, risksiz faiz yüzde sekiz ve

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.4.2 · Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj Fiyatlama Modeli: Faktör Modelleri, Arbitraj Olmaması Koşulu ve FVFM ile Karşılaştırması

KISACA

Arbitraj Fiyatlama Teorisi, kısaca AFT, riskli varlıkların beklenen getirilerini çok faktörlü bir yaklaşımla ve arbitraj olmaması koşulu üzerinden açıklayan, Ross tarafından geliştirilmiş bir modeldir. Arbitraj, yanlış fiyatlanmadan yararlanarak sıfır net yatırımla risksiz kazanç elde etmektir; dengede piyasa fiyatları rasyonel olduğu için böyle bir fırsat kalıcı olamaz. AFT üç önermeye dayanır: menkul kıymet getirileri bir faktör modeliyle ifade edilebilir, sistematik olmayan riski çeşitlendirmeye yok etmeye yetecek sayıda menkul kıymet vardır ve piyasalar arbitraja izin vermeyecek kadar iyi çalışır. Tek faktör modelinde bir varlığın getirisi, beklenen getirisi artı ortak makro faktöre duyarlılığın faktör sapmasıyla çarpımı artı şirkete özgü bir hata teriminden oluşur. İyi çeşitlendirilmiş bir portföyde şirkete özgü risk sıfıra yaklaştığı için dengede yalnızca faktör riski primlenir; faktör betaları eşit olan iki iyi çeşitlendirilmiş portföyün beklenen getirileri de eşit olmalı, aksi halde arbitraj doğar. AFT, FVFM ile aynı beklenen getiri-beta ilişkisine ulaşır ancak gözlemlenemeyen bir pazar portföyüne ihtiyaç duymadığı için daha esnek; buna karşılık tekil varlıkların hepsi için ilişkinin geçerliliğini FVFM kadar kesin güvence altına almaz.

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve türevleri, yatırımcıların beklenen getiri ile varyans temelinde seçim yaptığı ortalama-varyans etkinliğine dayanır. Riskli varlıkların fiyatlarını açıklamada çok faktörlü bir yaklaşımı formel olarak ilk kez geliştiren ise Ross olmuştur. Ross'un yaklaşımı, menkul kıymet getirilerini belirleyen süreç veri iken, arbitraj imkânının bulunmaması koşulu üzerine kurulur. Arbitraj, reel ya da finansal bir varlığın yanlış fiyatlanmasından yararlanarak risksiz biçimde kâr elde etme işlemidir; benzer ya da aynı nitelikteki bir varlığın farklı fiyatlardan eşzamanlı alınıp satılmasıyla fiyat farkından kazanç umulur. Sermaye piyasası teorisinin en temel ilkelerinden biri, denge fiyatlarının rasyonel olması sonucu arbitraj imkânının bulunmamasıdır; bir arbitraj fırsatı belirdiğinde piyasa güçleri hemen harekete geçip dengeyi yeniden kurar. Arbitraj olmaması koşulu, aynı ya da benzer iki varlığın aynı fiyattan işlem göreceğini söyleyen Tek Fiyat Kanunu'na dayanır.

Bir menkul kıymetin toplam riski sistematik piyasa riski ile şirkete özgü sistematik olmayan risk olmak üzere ikiye ayrılır. Çok faktörlü modeller, çok boyutlu olan sistematik riski daha ayrıntılı incelemeyi ve piyasadaki tüm varlıkları değişen derecelerde etkileyen ekonomik büyüme, faiz, enflasyon, enerji fiyatları gibi faktörler karşısındaki riskleri ölçmeyi sağlar. Bu modellerin temelinde faktör modeli fikri yatar. Tek faktör modelinde riskli bir varlığın getirisindeki belirsizliğin iki kaynağı vardır: tüm varlıkları etkileyen ortak bir makroekonomik faktör ve şirkete özgü olaylar. Bu modelde bir varlığın fiilî getirisi, dönem başındaki beklenen getirisi artı ortak faktörün beklenen değerinden sapmasının varlığın duyarlılığıyla çarpımı artı şirkete özgü hata teriminden oluşur; hem faktör sapmasının hem de şirkete özgü terimin beklenen değeri sıfırdır ve şirkete özgü terimler birbiriyle ve faktörle korelasyonsuzdur. Menkul kıymet getirileri birden çok sistematik kaynaktan etkilendiğinde tek faktör yetersiz kalır; çok

faktörlü model her varlığın her faktöre ayrı bir duyarlılık, yani ayrı bir faktör betası göstermesine izin vererek getirileri daha gerçekçi açıklar. Buna bağlı olarak çok faktörlü bir menkul kıymet pazarı doğrusu kurulabilir; bu doğruda risksiz faize her faktörün betası ile o faktörün risk priminin çarpımı eklenir ve tek faktörlü halin aksine bir faktörün risk primi ya da duyarlılığı negatif olabilir. Örneğin faiz betası pozitif bir hisse, faiz artışına karşı koruma sağladığı için yatırımcı daha düşük, hatta negatif bir prime razı olabilir.

Çok faktörlü modeller ampirik olmakla birlikte beklenen getirinin nasıl belirlendiğini açıklamaz; bu boşluğu dolduran teori AFT'dir. Ross'un teorisi üç önermeye dayanır: menkul kıymet getirileri bir faktör modeliyle ifade edilebilir, sistematik olmayan riski çeşitlendirmeye büyük ölçüde yok etmeye yetecek sayıda menkul kıymet vardır ve piyasalar sürekli arbitraja izin vermeyecek kadar iyi çalışır. Arbitraj ile risk-getiri argümanı arasında önemli bir fark vardır. Bir denge ilişkisi bozulduğunda risk-getiri yaklaşımında her yatırımcı riskten kaçınma derecesine göre portföyünde sınırlı bir ayarlama yapar ve dengeyi bu küçük ayarlamaların toplamı sağlar. Oysa bir arbitraj fırsatı, sıfır net yatırımla risksiz kazanç sunduğu için yatırımcılar alabildiğine büyük pozisyon almak ister; bu yüzden az sayıda yatırımcının işlemi bile dengeyi çok daha hızlı kurar. FVFM birinci argümana, AFT ikinci argümana dayanır.

AFT'nin kalbinde iyi çeşitlendirilmiş portföy kavramı vardır. Tek faktörlü bir piyasada bir portföyün varyansı, faktör riskinden kaynaklanan sistematik bileşen ile şirkete özgü sistematik olmayan bileşene ayrılır. Portföydeki menkul kıymet sayısı arttıkça her varlığın ağırlığı azalır ve sistematik olmayan varyans sıfıra yaklaşır; sistematik olmayan riskin ihmal edilebilir düzeye indiği portföy iyi çeşitlendirilmiş sayılır. Böyle bir portföyün getirisi neredeyse tümüyle faktörle açıklanır ve getirisi, risksiz faiz artı betanın faktör primiyle çarpımı olarak yazılır. Buradan AFT'nin temel sonucu çıkar: dengede faktör betaları eşit olan iki iyi çeşitlendirilmiş portföyün beklenen getirileri de eşit olmalıdır. Aksi halde yüksek getirili portföyde uzun, düşük getirili kısa pozisyon alınarak faktör betaları birbirini götürür ve iki portföyün getiri farkı kadar risksiz kazanç elde edilir; bu arbitraj işlemleri getiriler eşitlenene dek sürer. Aynı mantıkla faktör betaları farklı iyi çeşitlendirilmiş portföylerin risk primleri betalarıyla orantılı olmalıdır, yani hepsi risksiz getiriden geçen tek bir doğru üzerinde yer almalıdır.

Bu tek faktör pazar portföyü olarak alındığında AFT, FVFM'ye çok benzer bir sonuca ulaşır; iyi çeşitlendirilmiş pazar portföyünün betası tanım gereği birdir ve bir varlığın beklenen getirisi risksiz faiz artı betanın pazar risk primiyle çarpımına eşit olur. Böylece arbitraj olmaması koşulu, FVFM'nin menkul kıymet pazarı doğrusuyla ifade ettiği beklenen getiri-risk ilişkisini en azından yaklaşık olarak yeniden üretir. İki model arasındaki temel fark, AFT'nin referans portföyün mutlaka pazar portföyü olmasını gerektirmemesidir; menkul kıymet getirilerini etkileyen faktörle en yüksek korelasyona sahip herhangi bir iyi çeşitlendirilmiş portföy referans alınabilir. FVFM'de gözlemlenemeyen hipotetik pazar portföyü sorunu AFT'de bulunmadığı için AFT daha esnektir ve uygulamada endeks modellerinin kullanımına teorik zemin sağlar; sistematik faktör olarak kullanılan endeks pazar portföyünün gerçek temsili olmasa da iyi çeşitlendirilmiş olduğu sürece ilişki geçerli kalır. Buna karşılık AFT, FVFM'yi tümüyle geçersiz kılmaz; FVFM'nin beklenen getiri-beta ilişkisi hem iyi çeşitlendirilmiş portföyler hem de tekil menkul kıymetler için geçerliyken, AFT bu ilişkinin iyi çeşitlendirilmiş portföyler için ve neredeyse tüm

tekil varlıklar için geçerli olduğunu söyler; az sayıda tekil varlık için ilişkinin ihlal edilebilme ihtimalini dışlamaz.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.4.3 · Diğer Modeller

Diğer Varlık Fiyatlama Modelleri: Makro Faktörler, Fama–French ve Momentum Yaklaşımları

KISACA

Arbitraj Fiyatlama Teorisi hangi sistematik risk faktörlerinin kullanılacağını söylemediği için, çeşitli çok faktörlü modeller bu boşluğu doldurmak üzere geliştirilmiştir. İyi bir faktör seti, getiriye yüksek oranda açıklayabilen az sayıda faktörden ve yatırımcıların gerçekten prim talep ettiği risk kaynaklarından oluşmalıdır. Makroekonomik yaklaşımın bilinen örneği Chen, Roll ve Ross'un beş faktörlü modelidir; sanayi üretimi, beklenen enflasyondaki değişim, öngörülmeleyen enflasyon ve tahvil getiri farkları gibi ekonominin genel durumunu yansıtan değişkenleri kullanır. Şirket karakteristiklerine dayanan yaklaşımın öncüsü ise Fama–French üç faktör modelidir; pazar faktörüne ek olarak büyüklük faktörü SMB ve değer faktörü HML'yi kullanır. SMB küçük ile büyük şirket portföyleri, HML ise defter değeri piyasa değeri yüksek değer hisseleri ile düşük büyüme hisseleri arasındaki getiri farkını temsil eder ve bu primler finansal sıkıntı riskinin karşılığı olarak yorumlanır. Carhart bu modele kazananlar ile kaybedenler arasındaki farkı gösteren momentum faktörü WML'yi ekleyerek dört faktörlü modeli oluşturur. Daha geniş modellerde kâr payı, düşük volatilité ve kalite gibi faktörler de kullanılır; ancak bir faktörün gerçek bir risk faktörü sayılması için akademik destek, kalıcı prim, kriz dönemi geçmişi ve likit uygulanabilirlik aranır.

Çok faktörlü arbitraj fiyatlama yaklaşımının en büyük sıkıntısı, hangi sistematik risk faktörlerinin ya da bunların risk primlerinin kullanılacağı konusunda yol göstermemesidir. Bu boşluğu doldurmak için geliştirilen diğer modeller iki genel ilkeye uyar. Birincisi, menkul kıymet getirilerini yüksek oranda açıklayabilen mümkün olduğunca az sayıda faktörle sınırlı kalmaktır; ikincisi, yatırımcıların özellikle takip ettiği ve o riske katlanmanın karşılığı olarak makul bir prim talep ettiği önemli faktörleri seçmektir. Bu iki ilke, modelin hem yorumlanabilir hem de anlamlı olmasını sağlar.

Makroekonomik faktörlere dayanan yaklaşımın bilinen ilk örneklerinden biri Chen, Roll ve Ross'un modelidir. Yazarlar ekonominin genel durumunu en iyi yansıttığını düşündükleri beş faktör seçmiştir: sanayi üretimindeki yüzde değişim, beklenen enflasyondaki değişim, enflasyonda öngörülmeleyen değişim, uzun vadeli şirket tahvillerinin getirisi ile uzun vadeli devlet tahvillerinin getirisi arasındaki fark ve uzun vadeli devlet tahvillerinin getirisi ile hazine bonolarının getirisi arasındaki fark. Bu faktörlerin bir menkul kıymetin getirisini açıkladığı model, çok boyutlu bir menkul kıymet karakteristik doğrusudur; faktör betaları çoklu regresyonla tahmin edilir ve hata teriminin varyansı şirkete özgü riskin bir ölçüsüdür.

Makro faktörlere alternatif bir yaklaşım, sistematik risk duyarlılığının temsili göstergeleri olarak şirket karakteristiklerini kullanan Fama–French üç faktör modelidir; bu, arbitraj fiyatlama teorisinin ampirik temellere dayalı bir uygulaması olarak görülebilir. Model, geçmiş getirileri açıklamada başarılı olmuş üç faktör kullanır. Birincisi pazar faktörüdür ve FVFM'deki gibi pazarın risk primini temsil eder. İkincisi büyüklük faktörü olan SMB'dir; küçük ölçekli şirketlerden oluşan bir portföyün getirisi ile büyük ölçekli

şirketlerden oluşan bir portföyün getirisi arasındaki farktır. Üçüncüsü değer faktörü olan HML'dir; defter değeri piyasa değeri yüksek değer hisselerinden oluşan bir portföyün getirisi ile bu oranı düşük büyüme hisselerinden oluşan bir portföyün getirisi arasındaki farktır. Geçmiş gözlemler, küçük şirketlerin büyüklere ve değer hisselerinin büyüme hisselerine göre ortalamada daha yüksek getiri sağladığını göstermiştir; model bu fazlalığı rastgele bir anomali değil, taşınan sistematik riskin primi olarak yorumlar.

Bu faktörlerin arkasındaki mantık iki yönlüdür. Faktör portföyleri, hisseler önce büyüklük ya da defter piyasa değeri oranına göre sıralanıp gruplara ayrıldıktan sonra bir grupta uzun, diğerinde kısa pozisyon alınarak kurulur; bu yapı sayesinde SMB ve HML başlangıçta hiç sermaye gerektirmeyen, yani sıfır net yatırımlı teorik faktör portföyleri olur ve arbitraj fiyatlaması teorisinin yapısıyla tam uyumlu hale gelir. Küçük şirket primi, küçük firmaların daha kırılgan nakit akışlarına, daha sınırlı finansmana ve daha düşük bilgi şeffaflığına sahip olması, dolayısıyla şoklar karşısında iflas ya da finansal sıkıntı olasılığının yüksek olmasıyla açıklanır; yatırımcı bu ek sistematik riski taşımak için bir büyüklük primi ister. Değer primi ise defter piyasa değeri yüksek şirketlerin finansal sıkıntı içinde olma olasılığının daha yüksek olmasıyla ilişkilendirilir ve piyasanın bu riski üstlenen yatırımcıya ödediği rasyonel bir tazminat olarak yorumlanır. Yine de bu değişkenlerin seçimi tümüyle geçmiş gözlemlere dayandığı için, primlerin gerçek bir sistematik riskin ödülü mü yoksa yanlış fiyatlamaların sonucu mu olduğu tartışmalıdır; ayrıca çok sayıda değişken denendiğinde geçmiş veride şans eseri başarılı görünen kalıplar bulunabilir ki buna veri madenciliği denir ve modelin yorumunu zayıflatır.

Fama-French modeli değişen piyasa koşullarında yetersiz kalabildiği için üzerine ek faktörlerle çalışmalar yapılmıştır. Bunların en bilineni Carhart'ın dört faktörlü modelidir; üç faktöre momentum faktörü olan WML eklenir. WML, on iki aylık fiyat performansına göre en iyi performans gösteren hisselerin getirisi ile en kötü performans gösterenlerin getirisi arasındaki farktır ve genellikle davranışsal yanılsamadan doğan bir risk faktörü olarak yorumlanır. Carhart'tan sonra pek çok faktör denenmiş, ancak yalnızca birkaçının gerçekten risk faktörü olabileceğinde ortak görüş oluşmuştur. Bir çalışmaya göre bir faktörün gerçek risk faktörü sayılabilmesi için dört ölçütü birden karşılaması gerekir: akademik araştırmalarda güçlü destek ve ekonomik gerekçeye sahip olmak, kalıcı biçimde önemli düzeyde risk primi sağlamak, hem normal hem kriz koşullarında performans geçmişini bulmak ve aktif piyasası olan likit varlıklarda uygulanabilmek. Bu ölçütleri karşılayabilen diğer faktörler arasında yüksek ile düşük kâr payı getirili portföyler arasındaki farkı gösteren getiri faktörü, düşük ile yüksek oynaklıklı portföyler arasındaki farkı gösteren volatilité faktörü ve kârlılığı yüksek ile düşük portföyler arasındaki farkı gösteren kalite faktörü sayılabilir. Bütün bu modeller, tek bir beta yerine yatırımcıya çok boyutlu bir risk haritası sunarak getirinin hangi risklerden ve hangi şirket karakteristiklerinden kaynaklandığını daha açık görmeyi sağlar.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.5 · Temel Analiz

Temel Analiz: Makroekonomi, Sektör, Rekabet ve Şirket Değerleme Yaklaşımları

KISACA

Temel analiz, genel ekonomiden, şirketin içinde bulunduğu sektörden ve şirketin kendi verilerinden hareketle bir hisse senedinin gerçek değerini belirlemeye çalışan kapsamlı bir süreçtir. Alım satım zamanlamasına odaklanan teknik analizin aksine hangi hissenin seçileceği sorusuna yanıt arar ve genellikle makrodan mikroya, yani yukarıdan aşağıya doğru ilerler. İlk aşama genel ekonomi analizidir; başta gayrisafi yurt içi hasıla olmak üzere enflasyon, faiz, istihdam ve mali ile parasal politikalar tahmin edilir, çünkü bunlar tüm sektörleri ve şirketlerin gelecekteki nakit akışlarını etkiler. Ekonomik döngü genişleme ve daralma evrelerinden oluşur ve öncü, eşanlı ve takipçi göstergeler bu döngünün yönünü okumaya yarar. İkinci aşamada sektör analizi ve sektör yaşam döngüsü incelenir; bir şirketin kârının döngüye duyarlılığı satış duyarlılığı, faaliyet kaldırıcı ve finansal kaldırıcıyla belirlenir. Üçüncü aşamada Porter'ın beş rekabet gücü çerçevesiyle sektörün yapısal kârlılığı değerlendirilir. Son aşamada şirket değeri hesaplanır; başlıca üç yaklaşım vardır: varlıklara dayanan maliyet yaklaşımı, gelecekteki nakit akışlarını bugüne indirgeyen gelir yaklaşımı ve benzer şirketlerle karşılaştırma yapan piyasa çarpanları yaklaşımı.

Her şirket, aynı sektördeki benzerlerine benzese de varlıkları, borçları, yönetim yapısı ve maddi olmayan değerleriyle özgün bir kuruluştur; tam anlamıyla bir eşi yoktur. Bu yüzden gerçek değerini bulmak için şirketin kendi verilerini ve onu çevreleyen dış etkenleri birlikte inceleyen kapsamlı bir analiz gerekir. Temel analiz tam da budur: genel ekonomi, sektör ve şirket verilerinden hareketle hisse senedinin değerini belirlemeye çalışır. Bu çalışmanın nihai hedefi, işletmenin ileride üreteceği nakit akışları ile pay başına düşen kâr ve dağıtacağı temettü üzerine sağlam öngörüler kurup buradan şirketin gerçeğe en yakın değerine varmaktır. Alım satım zamanlamasına odaklanan teknik analizin aksine temel analiz hangi hisse senedinin seçileceği sorusuna yanıt arar; bu yönüyle teknik analizin alternatifi değil tamamlayıcısıdır ve genellikle makrodan mikroya, yani yukarıdan aşağıya doğru ilerler.

Süreç genel ekonomi analiziyle başlar. Bir hissenin değeri gelecekteki nakit akışlarının iskonto edilmesiyle bulunduğundan, ekonomideki gelişmeler tüm sektörleri ve şirketleri etkiler. Makro veriler içinde gayrisafi yurt içi hasılanın tahmini ilk sırayı alır; bunun yanında istihdam ya da işsizlik, enflasyon, faiz oranları ve bütçe açığı ayrı ayrı öngörülmelidir. Ayrıca kamunun vergi politikası gibi mali araçlar ve para arzını etkileyen parasal politikalar da talebi belirlediği için analiz edilmelidir. Ekonomi periyodik dalgalanmalar gösterir; buna ekonomik döngü denir. Burns ve Mitchell'in klasik tanımıyla döngü, birçok ekonomik faaliyetteki eş zamanlı genişlemeleri ve bunları izleyen daralmaları içerir. Genişleme, faaliyetlerin dip yaptığı noktada başlayıp zirvede sona erer ve kendi içinde toparlanma ile erken ve geç genişleme evrelerine ayrılır; geç genişlemede enflasyon belirginleştiği için parasal sıkılaşma başlar ve bu evre yumuşak iniş olarak da anılır. Daralma ise zirveden başlayıp dipte biter, yavaşlama ve resesyon

evrelerini içerir. Bir sürecin başı ya da sonu dönüm noktası olarak adlandırılır. Ampirik çalışmalar genişlemenin daralmadan daha uzun sürdüğünü, yani döngünün asimetrik olduğunu gösterir.

Döngünün yönünü okumak için ekonomik göstergeler kullanılır ve bunlar üçe ayrılır. Öncü göstergeler, reel hasıladaki değişimden yaklaşık altı ila sekiz hafta önce yön değiştirir; hisse senedi fiyat endeksi, para arzı, yeni siparişler, alınan inşaat ruhsatları ve işsizlik sigortası başvuruları bunlara örnektir. Eşanlı göstergeler hasılayla aynı anda hareket eder; sanayi üretim endeksi, kişisel gelir ve tarım dışı ücretler bu gruptadır. Takipçi göstergeler ise değişimden altı ila sekiz hafta sonra tepki verir; ortalama işsizlik süresi ve birim işgücü maliyeti gibi. Tek bir göstergenin yanlış sinyal verme riskine karşı, birbiriyle ilişkili veriler belli ağırlıklarla birleştirilerek kompozit endeksler oluşturulur; böylece tekil verilerdeki gürültü filtrelenip ana trend daha sağlıklı izlenir.

Genel ekonomiden sonra sıra sektöre gelir. Sektörler ekonomik gelişmelerden farklı etkilenir; bir şirketin kârının döngüye duyarlılığını üç faktör belirler. Birincisi satışların duyarlılığıdır; gıda ve ilaç gibi temel ihtiyaç mallarının duyarlılığı düşüktür. İkincisi, sabit ve değişken giderlerin bileşiminden doğan faaliyet kaldıracıdır; sabit giderleri yüksek şirketler yüksek faaliyet kaldıracına sahip olduğundan daralma dönemlerinde giderlerini kolay kısamaz. Üçüncüsü, borç ve özkaynak bileşiminden doğan finansal kaldıraçtır. Sektörlerin de doğma, büyüme ve olgunluk gibi evrelerden geçen bir yaşam döngüsü vardır ve her evrenin sorunları ile çözümleri farklıdır.

Sektörün yapısal kârlılığını çözümlemenin en güçlü aracı Porter'ın beş rekabet gücü çerçevesidir. Rekabet yalnızca bugünkü doğrudan rakiplerle sınırlı değildir; beş kuvvetin bileşiminden oluşur: yeni giriş tehdidi, tedarikçilerin pazarlık gücü, alıcıların pazarlık gücü, ikame ürün ve hizmetlerin tehdidi ve mevcut rakipler arasındaki rekabetin yoğunluğu. Bu genişletilmiş rekabet yapısı, bir sektörün uzun dönemde hangi kâr marjı ve özkaynak kârlılığı düzeyinde olacağını belirler; aynı makro ortamda bile bazı sektörler yıllarca yüksek marj korurken bazıları düşük getiride sıkışır. Yeni giriş tehdidini giriş engelleri sınırlar; arz ve talep yönlü ölçek ekonomileri ile ağ etkileri, müşteri geçiş maliyetleri, yüksek sermaye gereksinimi, dağıtım kanallarına erişim, tarihten ya da lokasyondan gelen boyuttan bağımsız avantajlar, lisans ve asgari sermaye gibi devlet politikaları ve mevcut oyuncuların olası misilleme davranışı bunların başlıcalarıdır. Kritik olan her sektörde hangi kuvvetin ne kadar baskın olduğuna ve zamanla nasıl değiştiğine odaklanmaktır.

Son aşama şirketin değerinin belirlenmesidir ve başlıca üç yaklaşım vardır: maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımları. Varlığa dayalı maliyet yaklaşımı geçmiş gelirlerin geleceğe taşınacağını garanti olmadığından hareketle varlıkların değerine bakar. Bunun yöntemleri özsermayenin defter değeri, tasfiye değeri ve net aktif değeridir. Defter değeri bilançodaki net özkaynaktır; tarihi maliyete dayandığı için enflasyon ve teknolojik değişimle gerçek değerden sapabilir, ancak varlıkları piyasa değeriyle taşınan bankacılık ve sigorta gibi finansal kuruluşlarda birincil öneme sahiptir; şirket sermaye maliyetinin altında getiri üretiyorsa piyasa fiyatı defter değerinin de altına inebilir. Tasfiye değeri, faaliyet durup varlıklar cari değerden nakde çevrilip borçlar ödendikten sonra kalan tutardır ve genelde bir taban kabul edilir; düzenli tasfiye ile zorunlu acil tasfiye arasında büyük fark oluşur. Net aktif değeri, varlıkların cari piyasa değerinden borçların piyasa değeri çıkarılarak bulunur ve

gayrimenkul yatırım ortaklıkları, holdingler ve doğal kaynak şirketlerinde temel yöntemdir. Maliyet yaklaşımı, sinerjiyi ve gelecekteki büyüme fırsatlarını göz ardı ettiği için kârlı ve büyüyen şirketlerde teorik olarak en zayıf yöntemlerden biridir.

Gelir yaklaşımı, bir varlığın gelir sağladığı sürece değerli olduğu fikrinden hareketle şirketin değerini gelecekteki nakit girişlerinin bugünkü değerine eşitler. En temel biçimi Temettü İskonto Modelidir; bir hissenin içsel değerini, sahibine ödeyeceği tüm temettülerin bugünkü değerlerinin toplamı olarak tanımlar. Bu sonsuz seriyi yönetilebilir kılmak için Gordon Sabit Büyüme Modeli, temettülerin sonsuza dek sabit bir oranda büyüyeceğini varsayar ve hissenin değerini gelecek yılın temettüsünün, gerekli getiri ile büyüme oranı farkına bölünmesiyle verir; bu formülün geçerli olması için gerekli getirinin büyüme oranından büyük olması şarttır, aksi halde değer sonsuza gider. Gerekli getiri genellikle finansal varlık fiyatlama modeliyle, büyüme oranı ise dağıtılmayan kâr oranı ile özsermaye kârlılığının çarpımıyla tahmin edilir ve olgun, istikrarlı temettü ödeyen şirketler için uygundur. Büyüme dinamiği tek bir orana sığmayan şirketler için iki aşamalı model ya da geçişi yumuşatan H-modeli gibi çok aşamalı modeller kullanılır. Temettü yerine şirketin ürettiği nakde odaklanan serbest nakit akımı yaklaşımında ise iki ölçü vardır: borç ödemelerinden önceki firmaya serbest nakit akımı ve borç servisi sonrası özsermayeye serbest nakit akımı; birincisi tüm sermaye sağlayıcılara ait olduğu için ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle, ikincisi yalnızca özkaynak maliyetiyle iskonto edilmelidir.

Piyasa çarpanları yaklaşımı, bir şirketin piyasa değerini kazanç, defter değeri ya da satış gibi bir göstergeye bölerek farklı büyüklükteki şirketleri karşılaştırılabilir kılar. Çarpanlar, yalnızca özkaynak yatırımcısının bakışını yansıtan fiyat çarpanları ile borç ve özkaynağı birlikte ele alan firma değeri çarpanları olarak ikiye ayrılır; ikinciler sermaye yapısından bağımsız oldukları için farklı borçluluktaki şirketleri kıyaslamada ve satın almalarda kullanışlıdır. Bu yaklaşımın temeli, aynı özellikteki iki varlığın etkin piyasada aynı fiyattan işlem göreceğini söyleyen tek fiyat yasasıdır; bir şirketin çarpanı emsallerinden belirgin sapıyorsa yanlış fiyatlama olabilir. Uygulamada ya karşılaştırılabilir emsal grubunun ortalama çarpanı hedef şirkete uygulanır ya da temellere dayalı olarak teorik bir gerekçelendirilmiş çarpan hesaplanır. Ailenin en bilinen üyesi fiyat kazanç oranıdır; hisse fiyatının hisse başına kazanca bölünmesidir ve yatırımcının her bir birim kazanç için ne kadar ödediğini gösterir. Fiyat kazanç oranı mutlak değil göreceli yorumlanmalı, şirketin kendi geçmişi, sektör emsalleri ve piyasa ortalamasıyla karşılaştırılmalıdır; büyüme beklentisi yüksek şirketin daha yüksek bir orana sahip olması makuldür. Gordon modeliyle gerekçelendirilmiş fiyat kazanç oranı, temettü ödeme oranının gerekli getiri ile büyüme farkına bölünmesiyle bulunur. Bu oran zarar eden şirketlerde anlamsızlaşır, döngüsel sektörlerde tepe ve dip noktalarında yanıltıcı sinyal verir ki buna Molodovsky etkisi denir ve büyümeyi hesaba katmadığı için oranı büyüme oranına bölen fiyat kazanç büyüme oranı gibi tamamlayıcı çarpanlarla desteklenir.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.6 • Teknik Analiz

Teknik Analiz: Dalga Teorisi, Trendler, Göstergeler ve Formasyonlar

KISACA

Teknik analiz, borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyat ve işlem hacmi grafiklerini bir zaman ekseninde inceleyerek fiyatların gitmekte olduğu yönü ve olası değişimleri kestirmeye çalışan bir yaklaşımdır. Sektör, bilanço ya da büyüme beklentisi gibi unsurlar burada öncelikli değildir; tüm ekonomik yapının alıcı ve satıcılar üzerindeki etkisinin grafiklere yansıdığı varsayılır. Bu yönüyle teknik analiz hangi hissenin seçileceğinden çok ne zaman alınıp satılacağı sorusuna odaklanır ve temel analizin tamamlayıcısıdır. Elliot Dalga Teorisi, fiyat hareketlerinin tekrar eden belirgin modeller halinde geliştiğini, gözle görülür her hareketin beş dalgadan, düzeltmenin ise üç dalgadan oluştuğunu öne sürer. Fiyatların küçük oynamalarla belirli bir yöne doğru hareketi trend olarak adlandırılır; yükselen trend boğa, alçalan trend ayı piyasasıdır ve trend çizgileri dip ile tepe noktaları birleştirilerek çizilir. Hareketin gücünü ve yönünü ölçmek için hareketli ortalamalar, MACD ve göreceli güç göstergesi gibi araçlar kullanılır. Ayrıca fiyatların duraksadığı destek ve direnç seviyeleri ile omuz baş omuz, ikili tepe ve boşluklar gibi formasyonlar alım satım kararlarına yön verir.

Teknik analiz, borsalarda işlem gören hisse senetlerinin işlem hacimlerinin ve fiyatlarının bir zaman ekseninde gösterilen grafiklerinin incelenmesine dayalı bir değerlendirme yaklaşımıdır. Şirketin faaliyet gösterdiği sektör, büyüme potansiyeli, bilanço verileri ya da oranlar teknik analizde öncelik taşımaz. Bunun yerine, bütün ekonomik yapının hisse senedinin alıcı ve satıcıları üzerinde yarattığı etkinin grafiklere yansıdığı varsayılır; teknik analist istatistiksel değişimlerden hareketle fiyatların gitmekte olduğu yönü ve bu yönde oluşabilecek değişiklikleri, grafik üzerine çizgiler çizerek inceler. Fiyat grafikleri çizgi, çubuk, mum ve sıfır çarpı grafikleri gibi biçimlerde çizilebilir. İncelemeler dört ana başlıkta toplanır: fiyat değişimleri, zaman ufku, işlem miktarı ve genel piyasa durumu. Temel analizden farkı da buradadır; temel analiz hangi hissenin seçileceğini araştırırken teknik analiz alım satımın zamanlamasına, yani alış ve satış bölgelerinin belirlenmesine odaklanır ve iki yaklaşım birbirinin alternatifi değil tamamlayıcısıdır.

Teknik analizin kuramsal dayanaklarından biri Elliot Dalga Teorisidir. Ralph Nelson Elliot, otuzlu yıllarda fiyat hareketlerinin belirgin modellere göre geliştiğini saptamıştır. Teoriye göre her alım satım kararı anlamlı bir bilgiyle üretilir ve kendisi de bilgi üretir; kararlar bir zincir oluşturarak döngüye yol açar, döngü belirgin ve tekrar edebilen modeller ürettiği için tahmin edilebilir sonuçlar doğurur. Gözle görülür her yükseliş ya da düşüş beş dalga halinde gelişir; bunlardan bir, üç ve beş numaralı dalgalar hareketin ana yönünü, iki ile dört numaralı dalgalar ise ana yönün tersindeki düzeltmeleri oluşturur. Düzeltme hareketi üç dalgada tamamlanır ve harflerle gösterilir; bu üç dalganın A ile C harfli olanları düzeltmenin yönünü, B ise düzeltmeye ters yöndeki tepki dalgasını temsil eder. Elliot'a göre beş dalgalık her etki, kendisinden daha büyük bir etkinin alt dalgalarından biridir ve dalgalar seans içi dakikalık grafiklerden yüzyıllık grafiklere kadar dokuz farklı derecede sınıflandırılabilir.

Beş dalgalık etki dalgalarının kolay tespit edilmesini sağlayan katı kuralları vardır: ikinci dalga hiçbir zaman birinci dalganın tümünü geri almaz, dördüncü dalga hiçbir zaman üçüncü dalganın tümünü geri almaz, üçüncü dalga her zaman birinci dalganın bitiş noktasını aşar ve üçüncü dalga birinci ile beşinci dalgalarla karşılaştırıldığında fiyat bakımından en kısa dalga olamaz. Etki dalgası ile çapraz üçgen olmak üzere iki tipi vardır; çapraz üçgende, etki dalgasının aksine dördüncü dalga birinci dalga bölgesine doğru sarkabilir. Düzeltme formasyonları etki dalgalarından daha zor tespit edilir ve dört ana kategoride toplanır: dalga yapısı beş üç beş olan zigzag düzeltmeler, yapısı üç üç beş olan yassı düzeltmeler, beş adet üç dalgadan oluşan üçgen düzeltmeler ve birden fazla düzeltmenin ardışık sıralandığı bileşik düzeltmeler.

Hisse senedi piyasalarında fiyatları alıcılar ile satıcıların arz ve talebi belirler. Beklenti değişene kadar fiyatların küçük oynamalarla belirli bir yöne doğru hareketine trend denir. Alıcıların satıcılardan güçlü olduğu, yükselen trendli piyasalara boğa piyasası, satıcıların baskın olduğu alçalan trendli piyasalara ayı piyasası adı verilir. Yükselen trendin ayırt edici özelliği dip ve tepe noktalarının zaman içinde daha yukarılarda oluşması, alçalan trendinki ise tepe ve diplerin öncekilere göre daha aşağılarda oluşmasıdır; alıcılarla satıcıların dengelendiği, fiyatın iki seviye arasında gidip geldiği döneme ise yatay piyasa denir. Trendler grafik üzerine çizilen çizgilerle izlenir: yükselen trend çizgisi dip noktaların, alçalan trend çizgisi ise tepe noktaların birleştirilmesiyle oluşur. Bir trend çizgisi ne kadar çok noktadan geçiyorsa o kadar güçlü kabul edilir; çizgi hareketin yönüne ters biçimde kırıldığında hareketin bir süre daha kırılma yönünde süreceği varsayılır.

Hareketin gücünü ve yönünü ölçmek için çeşitli trend göstergeleri kullanılır. Bunların başında hareketli ortalamalar gelir; bir hisse fiyatının belirli bir dönemdeki ortalama değerini hesaplar ve fiyat değiştiğinde kendisi de yön değiştirir. Basit hareketli ortalama dönem kapanışlarının aritmetik ortalamasıdır; ağırlıklı ortalama son günlere ilk günlerden daha fazla ağırlık verir; üssel ortalama ilk günleri ağırlıklı ortalama kadar ihmal etmeden son günlere basit ortalamadan daha fazla ağırlık verir. Fiyatın ortalamanın üzerinde seyretmesi yükselişe, altında seyretmesi düşüşe işaret eder; kısa dönemli ortalamanın uzun dönemli ortalamanın üzerine çıkması da yükselişi haber verir. MACD göstergesi, yirmi altı günlük üssel hareketli ortalama ile on iki günlük üssel hareketli ortalamanın farkı alınarak hesaplanır; göstergenin dokuz günlük üssel ortalaması ise uyarı hattıdır. Gösterge uyarı hattının üstüne çıktığında al, altına indiğinde sat anlamı taşır ve orta vadeli kararlar için, tercihen başka göstergelerle birlikte kullanılmalıdır. Göreli güç göstergesi ise bir hissenin iç gücünü, yani momentumunu ölçer; sıfır ile yüz arasında değer alır, genellikle on dört günlük hesaplanır, yetmiş seviyesinin üstünde tepe ve otuz seviyesinin altında dip yapar. En önemli sinyali uyumsuzluktur; fiyat yeni bir tepe yaparken gösterge yeni tepe yapmıyorsa ya da fiyat yeni dibe inerken gösterge yeni dip yapmıyorsa, hareketin sona ermek üzere olduğu yorumlanır.

Fiyatlar bazen birbirine paralel yükselen ya da alçalan iki çizgi arasında hareket eder; buna kanal denir ve alt bant kötümserliği, üst bant iyimserliği temsil eder; bir bandın kırılması o yönde aşırı hareket beklentisi doğurur. Hisse senetlerinin yükselirken duraksadıkları seviyelere direnç, düşerken duraksadıkları seviyelere destek denir; bunlar alış ve satış gücünün dengelendiği bölgelerdir. Direnç seviyeleri kırılırken genellikle işlem hacminde artış görülür ve bir kez geçilen direnç, sonraki düşüşlerde

destek görevi görür; benzer biçimde kırılan bir destek de sonradan dirence dönüşür. Grafikte alıcı ve satıcıların bıraktığı izlere formasyon adı verilir ve bunlar olası fiyat hareketini önceden kestirmeye yarar. Omuz baş omuz formasyonu bir insan silüetine benzer ve trend dönüşünü işaret eder; sağ omuz oluşuktan sonra baş çevresindeki dip noktalardan geçen boyun çizgisinin yüksek işlem hacmiyle kırılması satış sinyali ve dönüşün teyididir. İkili tepe formasyonu talebin fiyatı bir önceki tepenin üstüne taşıyamadığı, ikili dip ise bunun tersi durumdur. Fiyat grafiklerinde bazen boşluklar görülür; hisse belirli fiyatlardan işlem görmeden daha yukarı ya da aşağı fiyatlardan devam eder. Boşluklar dört gruba ayrılır: geleceği açısından önemsiz olağan boşluklar, fiyat formasyondan kurtulduğunda görülen ve hızlı hareket habercisi kaçış boşlukları, yükselişin yaklaşık ortasında oluşan ve fiyatın başladığı yerle boşluk kadar daha ilerleyeceğini varsaydıran ölçüm boşlukları ve ralli sonunda görülen, kapanması rallinin bittiğini gösteren tükeniş boşlukları. Tüm bu araçlar birlikte, teknik analiste alış ve satış bölgelerini daha sağlıklı belirleme imkânı verir.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.7 · Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi

Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi: Tahvil ve Bononun Fiyatlanması, Getiri ve Faiz Riski

KISACA

Sabit getirili bir menkul kıymetin değeri, o araçtan gelecekte elde edilecek nakit akışlarının uygun bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesiyle bulunur; bu ilke hem uzun vadeli tahvillerde hem de bir yıldan kısa vadeli bonolarda geçerlidir. Bir tahvilin fiyatı, dönemsel kupon faizleri ile vade sonunda ödenecek anaparanın bugünkü değerlerinin toplamıdır. Yatırımcı kararını, tahvilin sağladığı vadeye kadar verim ile kendi beklediği verimi karşılaştırarak verir: vadeye kadar verim beklenen verimden yüksekse tahvil ucuz, düşükse pahalı kabul edilir. Fiyatı belirleyen dört unsur nominal değer, kupon faizi, vade ve pazar faizidir; bunların en etkilişi pazar faizidir ve pazar faizi ile fiyat ters yönde hareket eder. Bu duyarlılığın ölçüsü olarak nakit akışlarının ağırlıklı ortalama zamanını veren süre ve fiyat ile faiz arasındaki doğrusal olmayan ilişkiyi yakalayan konveksite kullanılır. Adil fiyatlama, aynı nakit akışının her yerde aynı fiyattan işlem görmesini söyleyen tek fiyat kanununa dayanır ve her nakit akışı kendi vadesindeki spot faizle iskonto edilir. Bono ise kupon ödemeyen, iskontolu satılan kısa vadeli bir araçtır; değeri nominal tutarın iskonto oranıyla bugüne getirilmesiyle hesaplanır.

Bir menkul kıymetin değerini bulmanın yolu, o kıymetin sahibine gelecekte hangi nakit akışlarını sağlayacağını belirleyip bu akışları uygun bir iskonto oranıyla bugüne taşımaktan geçer. Sabit getirili menkul kıymetler dediğimiz tahvil ve bono, sahibine gelecekte önceden belirlenmiş bir nakit akışı vaat eden borçlanma araçlarıdır; getirileri çoğu zaman sabit olsa da kimi zaman pazar faizine ya da enflasyona bağlanabilir. Tahvil bunların uzun vadeli olanıdır: dönemsel olarak faiz öder ve vade sonunda anaparayı geri verir. Bir tahvilin değeri, işte bu faiz ödemelerinin ve vade sonundaki anaparanın ayrı ayrı bugünkü değerlerinin toplamına eşittir. Hesaplama da kullanılan iskonto oranı ya piyasadaki cari faiz oranıdır ya da yatırımcının bu araçtan beklediği verimdir; oran yükseldikçe bugünkü değer düşer.

Tahvilden elde edilecek getiri birkaç farklı kavramla ifade edilir. Nominal verim, tahvilin üzerinde yazan kupon faiz oranının kendisidir; yüzde on kuponlu bir tahvilin nominal verimi yüzde ondur. Cari verim, yıllık kupon faizinin tahvilin güncel değerine bölünmesiyle bulunur ve fiyat nominalden farklılaştıkça nominal verimden ayrışır. En kapsamlı ölçü ise vadeye kadar verimdir; bu, tahvilin piyasa fiyatını gelecekteki tüm nakit akışlarının bugünkü değerine eşitleyen iç verim oranıdır ve iki varsayıma dayanır: yatırımcının tahvili vade sonuna dek elde tutması ve ara dönemde aldığı nakdi aynı oran üzerinden yeniden yatırması. Yatırımcı alım kararını bu vadeye kadar verim ile kendi istediği verimi karşılaştırarak verir. Vadeye kadar verim beklenen verimden yüksekse tahvil olması gerekenden düşük fiyatlanmış demektir ve satın alınır; düşükse tahvil pahalıdır ve alınmaz; iki oran birbirine eşitse tahvil tam gerçek değerindedir. Kupon faizinin pazar faizinden yüksek olduğu durumda tahvil, nominal değerinin üzerinde bir fiyata, yani primli olarak değerlendirilir.

Tahvile yatırım birtakım riskleri de beraberinde getirir. Bunların başında anapara ve faizin ödenmeme, yani temerrüt riski gelir; ihraççının mali durumu bozulduğunda taahhüt ettiği ödemeleri yapamaz hale gelebilir. Bu risk özel sektör tahvillerinde belirgin olmakla birlikte devlet tahvilleri için bile tümüyle yok sayılamaz. Moody's, Standard and Poor's ve Fitch gibi derecelendirme kuruluşları tam da bu nedenle ülkeleri ve borçlanan kurumları notlandırır; en güvenilir borçlu en düşük faizle borçlanırken riskin artması talep edilen faizi de yükseltir. Bunun yanında faiz oranı riski, enflasyon riski, vade riski, likidite riski ve erken itfa riski de sayılabilir. Bunlardan faiz oranı riski, çıkarılmış tahvilleri en çok etkileyen konudur; çünkü ekonomideki faizler değiştiğinde piyasada dolaşan tahvillerin değeri de değişir. Vade riski, geleceğin belirsizliğinin vadeyle birlikte artmasından doğar ve yatırımcının uzun vadeli tahvilde daha yüksek faiz talep etmesine yol açar; likidite riski ise tahvilin istenen anda kolayca nakde çevrilebilmesiyle ilgilidir ve alış ile satış fiyatı arasındaki farkla ölçülür.

Bir tahvilin değeri dört unsura bağlıdır: nominal değeri, kupon faizi, vadesi ve pazar faiz oranı. Bunların içinde en belirleyici olanı pazar faizidir ve pazar faizi ile tahvil değeri arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Pazar faizi yükseldiğinde daha önce düşük faizle çıkarılmış bir tahvilin yeni tahvillerle rekabet edebilmesi için fiyatı geriler; faiz düştüğünde ise eski tahvil prim yapar. Bu duyarlılık her tahvilde aynı ölçüde değildir. Vade uzadıkça tahvil faiz değişimlerine daha fazla tepki verir, yani uzun vadeli tahviller kısa vadeliye göre daha risklidir. Kupon faizi ise ters yönde etki eder: yüksek kuponlu bir tahvil belirli bir faiz değişimine daha az tepki gösterir. Üstelik ilişki tam simetrik de değildir; faizdeki belirli bir düşüşün fiyatı yükseltme etkisi, aynı büyüklükteki bir artışın fiyatı düşürme etkisinden daha güçlü olur.

Bu duyarlılığı sayısallaştırmak için sürenin kullanılması gerekir. Finans yazınında Macaulay süresi olarak bilinen ölçü, tahvilin nakit akışlarının, gerçekleşecekleri zamanlarla ağırlıklandırılmış ortalamasıdır ve bir tür ortalama geri dönüş süresi verir. Sürenin birkaç sağlam özelliği vardır: kupon ödemesi bulunduğu için bir tahvilin süresi vadesinden daima kısadır, kupon faizi arttıkça süre kısalır ve hiç kupon ödemeyen bir tahvilde süre doğrudan vadeye eşit olur. Sürenin fiyat duyarlılığına çevrilmiş hali düzeltilmiş süredir; Macaulay süresinin bir artı vadeye kadar verime bölünmesiyle elde edilir ve faizdeki küçük bir değişim karşısında fiyatın yaklaşık yüzde kaç değişeceğini verir. Ne var ki fiyat ile faiz arasındaki ilişki tam bir doğru değildir; bu eğriselliğe konveksite denir. Konveksite faize göre ikinci türevidir ve sürenin çizdiği teğet doğrusu ile gerçek fiyat eğrisi arasındaki sapmayı yakalar. Pozitif konveksite yatırımcı için istenen bir özelliktir: faiz düştüğünde fiyatın beklenenden daha çok yükselmesini, faiz yükseldiğinde ise beklenenden daha az düşmesini sağlar. Kuponsuz ve uzun vadeli tahviller daha yüksek konveksiteye sahiptir.

Tahvilleri daha ince fiyatlamak için tek bir iskonto oranı yerine vade yapısını yansıtan faiz eğrileri kullanılır. Kupon ödemesi olmayan hazine kâğıtlarının faizlerinden türetilen ve sıfır faizler de denen spot faizler, her vade için ayrı bir iskonto oranı verir; bunların oluşturduğu eğri spot eğrisidir. Kuponlu bir tahvilin nominal değerinden işlem görmesini sağlayan oranlar başa baş faizleri, spot faizlerin gelecekteki beklenen değerlerini gösteren oranlar ise vadeli faizlerdir. Adil fiyatlamamanın temelinde tek fiyat kanunu yatar: aynı nakit akış yapısına sahip iki ürün her piyasada aynı fiyattan işlem görmelidir. Bu ilkeye göre bir tahvilin her bir vadedeki nakit akışı, o vadeye ait spot faizle ayrı ayrı iskonto edilir. Tahvil

bu adil değerinden sapıp farklı bir fiyattan işlem görürse, ters yönde sentetik bir pozisyon kurularak risksiz bir kazanç, yani arbitraj elde edilebilir; bu işlemler fiyatları yeniden adil değere yaklaştırır.

Aynı vadedeki bir kurumsal tahvil ile referans alınan bir devlet tahvilinin vadeye kadar verimleri arasındaki farka getiri makası denir ve bu fark esas olarak likidite primi ile kredi priminden oluşur. En yalın haliyle iki verim arasındaki doğrudan farkı ölçen G-spread ile her vadedeki spot faizin üzerine sabit bir marj ekleyerek çalışan Z-spread, makasın belirlenmesinde sık kullanılan yöntemlerdir; ihraççının kredi durumu iyileştiğinde makas daralır, kötüleştiğinde genişler. Klasik tahvillerin yanında özel yapıdaki türler de vardır. Enflasyona dayalı tahviller, nakit akışlarını fiyat endeksine bağlayarak enflasyonun reel değeri aşındırmasını önler; ülkemizde bunun örneği hem anaparası hem kuponu tüketici fiyat endeksine göre güncellenen devlet tahvilleridir. Değişken faizli tahvillerde ise kupon, bir referans faize eklenen kotasyon marjıyla belirlenir ve nakit akışları iskonto marjıyla bugüne getirilir; iskonto marjının kotasyon marjını aşması ihraççının kredi riskinin arttığına işarettir.

Para piyasasının aracı olan bono, devletin, bankaların ve şirketlerin bir yıldan kısa nakit ihtiyacını karşılamak için çıkardığı, kupon ödemeyen bir kâğıttır; devletin çıkardığına hazine bonosu, bankanın bankası banka bonosu, şirketinkine finansman bonosu denir ama fiyatlamaları aynıdır. Bono iskonto esasına göre satılır: üzerinde yazan nominal değer, iskonto oranı ve vadesi kullanılarak bugüne indirgenir ve vade sonunda yatırımcıya nominal tutar ödenir. Türkiye'de hazine bonolarının değeri bileşik faiz yerine basit faiz mantığıyla hesaplanır. Son olarak tahvillerin piyasada kote edildiği fiyata da değinmek gerekir: tahviller, üzerinde biriken kupon faizinden arındırılmış temiz fiyat üzerinden kote edilir; bu temiz fiyata uzlaşma tarihine kadar tahakkuk etmiş faiz eklendiğinde alıcının fiilen ödediği kirli fiyata ulaşılır.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.8 · Portföy Performans Ölçüm Teknikleri

Portföy Performans Ölçüm Teknikleri: Riske Göre Düzeltilmiş Getiri ve Performansın Kaynakları

KISACA

Bir portföyün başarısını yalnızca elde ettiği getiriye bakarak değerlendirmek yanıltıcıdır; çünkü yatırımcılar riskten kaçındığından, aynı getiriye daha düşük riskle sağlayan portföy daha başarılıdır. Bu yüzden performans, riske göre düzeltilmiş ölçütlerle incelenir. Ölçümden önce getirinin doğru hesaplanması gerekir: yöneticinin nakit giriş ve çıkışlarını kontrol etmediği yatırım fonlarında zaman ağırlıklı getiri, bu zamanlamayı yöneticinin belirlediği fonlarda ise para ağırlıklı getiri kullanılır. Riske göre düzeltilmiş ölçütler iki koldan ilerler. Bir birim risk başına getiriye ölçenlerin başında, artık getiriye toplam riske bölen Sharpe ölçütü ile sistematik riske, yani betaya bölen Treynor ölçütü gelir; M2 bunu yüzdesel getiriye çevirir, Sortino ise yalnızca aşağı yönlü sapmayı dikkate alır. İkinci kol farksal getiridir: Jensen alfası, portföyün gerçekleşen getirisi ile fiyatlama modelinin öngördüğü getiri arasındaki farkı ölçerek yöneticinin varlık seçme yeteneğini ortaya koyar. Göreceli değerlendirmede portföy bir referans portföye kıyaslanır; bilgi ölçütü ek getiriye takip hatasına oranlar, yakalama ölçütü ise portföyün yükselen ve düşen piyasadaki davranışını karşılaştırır. Son aşamada bileşen analizi, elde edilen performansın varlık dağılımından mı yoksa varlık seçiminden mi kaynaklandığını ayırıştırır.

Bir yatırım kararının değeri, ancak sonuçları değerlendirildiğinde tam olarak anlaşılır; bu yüzden performans analizi, portföy yönetim sürecinin son ve vazgeçilmez halkasıdır. Sağlıklı bir performans analizi üç soruya birden yanıt vermelidir: portföyün performansı ne kadardır, bu performans neden ortaya çıkmıştır ve gelecekte nasıl artırılabilir. İlk soru getirinin ölçülmesini ve bir ölçütle kıyaslanmasını, ikincisi getiri ile riskin birlikte incelenmesini ve yöneticinin katkısının, varlık seçiminin, çeşitlendirmenin ve piyasa zamanlamasının etkisinin çözümlenmesini gerektirir; üçüncü soru ise bu çözümlemeden çıkan derslerle portföyün nasıl iyileştirileceğiyle ilgilenir.

Analize her zaman getirinin hesaplanmasıyla başlanır, ama hangi getiri yönteminin seçileceği önemlidir. Yatırımcılar dönem içinde portföye para ekleyip çıkarabildiği için, bu nakit akışlarının kimin kontrolünde olduğu belirleyicidir. Yöneticinin bu akışlar üzerinde söz sahibi olmadığı, yatırımcının dilediğinde para yatırıp çektiği yatırım fonlarında, yöneticinin becerisini adilce ölçmek için nakit akışlarının etkisini dışlayan zaman ağırlıklı getiri kullanılır. Buna karşılık nakit giriş ve çıkış zamanlamasına yöneticinin kendisinin karar verdiği özel sermaye gibi fonlarda, iç verim oranı anlamına gelen para ağırlıklı getiri tercih edilir. Ayrıca getirinin brüt mü net mi ölçüleceği de amaca bağlıdır: yöneticinin performansı değerlendirilirken onun kontrolündeki alım-satım komisyonları ve yönetim ücreti brüt getiriden düşülür, ama saklama ve denetim gibi kontrolü dışındaki idari giderler getiri içinde bırakılır; yatırımcının cebine giren ise bütün giderler düşüldükten sonraki net getiridir.

Getiri tek başına yeterli bir ölçü değildir. Finans teorisi yatırımcıların riskten kaçındığını varsaydığından, iki portföy aynı getiriye sağlamış olsa bile bunu daha düşük riskle başaran portföy daha iyi bir performans göstermiş sayılır. Bu nedenle portföyler riske göre düzeltilmiş yöntemlerle değerlendirilir.

Bu değerlendirme iki biçimde yapılabilir: portföyün kendi toplam getirisi ve riski üzerinden yürütülen mutlak analiz ve portföyün bir referans portföye kıyaslandığı göreceli analiz.

Mutlak analizin ilk kolu, bir birim risk başına ne kadar getiri elde edildiğini ölçer. Bu ailenin en bilinen üyesi Sharpe ölçütüdür; portföyün getirisinden risksiz faiz oranı çıkarılarak bulunan artık getiriyi, portföyün toplam riskini temsil eden getiri standart sapmasına böler ve aslında sermaye piyasası doğrusunun eğimini verir. Sharpe ölçütü en yüksek çıkan portföy en başarılı sayılır. Ancak bu ölçütün sınırları vardır: getirilerin normal dağıldığını varsayar, dolayısıyla asimetric ya da kalın kuyruklu getiri profillerinde yetersiz kalabilir; payı, yani artık getiri negatif olduğunda güvenilir bir sıralama yapamaz; üstelik hesaplanan sayının tek başına bir anlamı yoktur, ancak başka portföylerle kıyaslandığında değer taşır. Treynor ölçütü de benzer biçimde artık getiriyi bir risk ölçüsüne böler, ama payda olarak toplam risk yerine portföyün betasını, yani sistematik riskini kullanır. Hangisinin uygun olduğu portföyün yapısına bağlıdır: iyi çeşitlendirilmiş, betası bire yakın portföylerde beta ayırt edici olmadığından Sharpe daha doğru sonuç verirken, iyi çeşitlendirilmemiş portföylerde Treynor daha keskin bir turnusol kâğıdı işlevi görür. Sayısal bir örnekte pazar portföyünün, birim standart sapma başına yaklaşık 0,37 birim getiri sağladığı; birim risk başına 0,50 getiri veren bir portföyün bunun üzerinde, 0,29 veren bir portföyün ise altında kaldığı görülür.

Sharpe ölçütünün tek başına bir anlam taşımayan soyut bir sayı üretmesi, aynı fikri daha anlaşılır kılan başka ölçütleri doğurmuştur. Modigliani ikilisinin geliştirdiği M2 ölçütü, Sharpe ölçütünü piyasa riskiyle birleştirerek riske göre düzeltilmiş performansı doğrudan bir yüzdesel getiri olarak ifade eder; böylece başlangıçta farklı kaldıraç düzeyindeki portföyler ortak bir zemine getirilip kolayca karşılaştırılabilir. Sortino ölçütü ise risk tanımını değiştirir. Standart sapma, olumlu ve olumsuz oynaklığı aynı kefeye koyan simetrik bir ölçü olduğundan, getiri dağılımı çarpık olduğunda gerçek riski olduğundan daha düşük gösterebilir. Sortino, bu sorunu aşmak için yalnızca yatırımcının belirlediği hedef getirinin altında kalan sapmaları, yani aşağı yönlü riski dikkate alır ve artık getiriyi hesaplarken risksiz faiz yerine bu hedef getiriyi esas alır; bu yüzden serbest fonlar gibi getirisi bilinçli olarak asimetric kurgulanmış yatırımların ölçümünde Sharpe ölçütüne göre çok daha geçerli bir araçtır.

Mutlak analizin ikinci kolu farksal getiridir. Michael Jensen'in geliştirdiği ve alfa olarak da anılan bu ölçüt, bir portföyün gerçekleşen getirisini, aynı risk düzeyinde pasif olarak pazar portföyüne ve risksiz faize yatırım yapılsaydı finansal varlıkları fiyatlama modelinin öngöreceği getiriyle karşılaştırır. Gerçekleşen getiri, modelin beklediği getiriden yüksekse pozitif bir alfa doğar; bu, yöneticinin varlık seçme yeteneğinin bir göstergesidir ve yaratılan bu ek değer yatırımcı servetine net katkısını temsil eder. Örneğin betası 0,52 olan bir portföyün pasif stratejiyle beklenen getirisi yaklaşık yüzde 6,6 iken gerçekte yüzde 9 kazandırmışsa, aradaki yaklaşık yüzde 2,4'lük fark portföyün alfasıdır. Jensen bu farkın şans eseri mi yoksa gerçek yetenek mi olduğunu sınamak için bir regresyon kurmuştur; alfanın, regresyonun hata teriminin standart sapmasına bölünmesiyle bulunan ve değerlendirme ölçütü denen oran tam da bunu, yani her birim spesifik riske karşılık üretilen alfayı ölçer ve yüksek olması portföyün iyi yönetildiğine işaret eder. Jensen alfası riski beta üzerinden ölçtüğü için özellikle iyi çeşitlendirilmiş geniş portföyler için uygun bir yöntemdir.

Göreceli analizde portföy, kendisine benzeyen bir referans portföyle kıyaslanır. Bilgi ölçütü, portföyün getirisinden referans portföyün getirisi çıkarılarak bulunan ek getiriye, bu iki getiri arasındaki farkın standart sapması olan takip hatasına, yani aktif riske böler; böylece yöneticinin referansın üzerinde ne kadar tutarlı bir ek getiri ürettiğini gösterir. Takip hatası çok düşük ve bilgi ölçütü negatif olan bir portföy, aslında endeksi kopyalayıp üzerine yüksek ücret alan gizli endeks fonu olabilir. Yakalama ölçütü ise portföyün piyasanın yükselen ve düşen dönemlerindeki davranışını ayrı ayrı inceler: portföyün yukarı yönlü performansının referansına oranı bir yukarı yakalama, aşağı yönlü performansının oranı bir aşağı yakalama değeri verir. Yukarı yakalamanın birden büyük olması portföyün yükselişte referansı geçtiğini, aşağı yakalamanın birden küçük olması düşüşte ondan daha az kaybettiğini gösterir; bu iki değerin oranı birden büyükse portföy genel olarak üstün ve konveks bir getiri profili sergiliyor demektir.

Performansın büyüklüğünü ve riske göre kalitesini ölçmek yetmez; bu performansın nereden geldiğini de anlamak gerekir. Bileşen analizi, portföyün getirisini önce iki parçaya ayırır: referans portföyün getirisi pasif performans, portföy getirisi ile referans getirisi arasındaki fark ise aktif performans temsil eder. Aktif performansın kaynaklarını çözmek için en yaygın kullanılan araç Brinson, Hood ve Beebower'ın geliştirdiği modeldir. Bu model ek getiriye üç kaynağa dağıtır: portföydeki varlık ağırlıklarının referanstan farklı seçilmesinden doğan ve piyasa zamanlaması olarak da anılan varlık dağılımı etkisi, seçilen bireysel varlıkların referanstakilerden daha iyi ya da kötü getiri sağlamasından doğan varlık seçimi etkisi ve bu iki kararın birlikte yarattığı etkileşim etkisi. Böylece bir yöneticinin başarısının doğru sektörlere ağırlık vermekten mi yoksa doğru varlıkları seçmekten mi kaynaklandığı açıkça görülür; bu da portföyün gelecekte nasıl yeniden şekillendirileceğine ışık tutar.

3. TİCARET HUKUKU

İçindekiler

3.1 · Türk Ticaret Kanununun Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümleri (Madde 124–210)

Ticaret Şirketlerinin Ortak Zemini: Türler, Sermaye Koyma Borcu ve Yapısal Değişiklikler

KISACA

Türk Ticaret Kanunu, ticaret şirketlerini yalnızca beş türle tanır: kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif. Bu türlerden kollektif ile komandit şirketler şahıs şirketi, anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ise sermaye şirketi kabul edilir; ticaret şirketi sayılmakla birlikte kooperatif bu ikili ayrımın dışında bırakılır. Kanunun 124 ilâ 210. maddeleri arasındaki genel hükümler, aksine özel bir düzenleme bulunmadıkça bütün bu şirketlere uygulanır ve sonraki her türün üzerine oturduğu ortak zemini kurar. Bu zeminin üç taşıyıcı fikri vardır: ticaret şirketlerinin tamamı tüzel kişiliğe sahiptir, yalnızca kanunda sayılan sınırlı türlerle kurulabilir ve hak ehliyetleri artık işletme konusuyla sınırlı değildir, yani ultra vires teorisi terk edilmiştir. Her ortak şirkete sermaye koyma borcu altındadır; genel hükümler bu borcun konusunu, ifasını ve ifa edilmemesinin yaptırımlarını düzenlediği gibi, şirketlerin birleşme, bölünme ve tür değiştirme yoluyla dönüşmesini ve bir hâkim şirket ile ona bağlı şirketlerden oluşan şirketler topluluğunu da düzenler. Buradaki kavramların netleşmesi, sonraki bütün başlıkların çok daha kolay anlaşılmasını sağlar.

Ticaret hukukunun şirketler kısmına girerken atılması gereken ilk adım, hangi oluşumların ticaret şirketi sayıldığını bilmektir. Türk Ticaret Kanunu bu soruyu kesin bir sayımla yanıtlar ve ticaret şirketlerinin kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden ibaret olduğunu belirtir. Bu beş tür arasında kanun ayrıca bir iç sınıflandırma yapar; kollektif ile komandit şirketleri şahıs şirketi, anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketleri ise sermaye şirketi sayar. Kooperatif de bir ticaret şirkettir, fakat şahıs ve sermaye ikilisinin dışında ayrı tutulur. Kanunun 124 ilâ 210. maddeleri arasındaki genel hükümler, aksine özel bir düzenleme bulunmayan hâllerde bütün bu şirketlere uygulanır; şirketlerin türlerini, tüzel kişilik ve ehliyetlerini, sermayeye ilişkin kuralları 124–133. maddelerde, birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yapısal değişiklikleri 134–194. maddelerde, şirketler topluluğunu 195–209. maddelerde düzenler; son madde olan 210. madde ise Ticaret Bakanlığına ticaret şirketlerine ilişkin genel bir düzenleme ve denetleme yetkisi tanır. Kanunda hüküm bulunmayan noktalarda ise Türk Medenî Kanununun tüzel kişilere ilişkin hükümleri ile Türk Borçlar Kanununun adi şirkete ilişkin hükümleri, nitelikleri elverdiği ölçüde tamamlayıcı bir kaynak olarak devreye girer.

Bu genel hükümlerin taşıyıcı fikirleri, ticaret şirketlerinin ortak özelliklerinde toplanır. Bunların ilki, her ticaret şirketinin tüzel kişiliğe sahip olmasıdır; işte bu yönüyle ticaret şirketleri, tüzel kişiliği bulunmayan adi şirketten kesin biçimde ayrılır. Tüzel kişilik, şirketi ortaklarından bağımsız bir hak süjesi hâline getirir, ona kendi malvarlığını, ticaret unvanını, bir tabiiyeti ve hem hak hem fiil ehliyetini kazandırır. İkinci ortak özellik, sınırlı sayı yani numerus clausus ilkesidir: kişiler ancak kanunda sayılan türlerden birini kurabilir, bu türlerin ayırt edici niteliklerini birbirine karıştırıp yeni bir tip icat edemez; sayılan türlerin karakteristik niteliklerini taşımayan bir ortaklık ise Türk Borçlar Kanunu anlamında adi ortaklık sayılır. Üçüncü ortak

özellik, hak ehliyetinin işletme konusuyla sınırlı olmamasıdır. Eski dönemde şirketin ehliyeti esas sözleşmedeki işletme konusuyla çevrili kabul edilir, bu konunun dışında kalan işlem yok hükmünde sayılırdı; İngiliz hukukundan gelen ve ultra vires adı verilen bu anlayış, Avrupa Birliği düzenlemelerinin etkisiyle terk edilmiş ve ticaret şirketlerinin Türk Medenî Kanununun 48. maddesi çerçevesinde cinsiyet, yaş ve hısımlık gibi yalnızca insana özgü niteliklere bağlı olanlar dışındaki bütün haklardan yararlanabileceği benimsenmiştir.

Ortağın şirkete karşı yüklendiği temel borç, sermaye koyma borcudur; çünkü sermaye, şirket kavramının vazgeçilmez unsurlarından biridir. Kanunun 127. maddesi sermaye olarak getirilebilecek değerleri sınırlayıcı değil örnekleyici biçimde sıralar: para, alacak, kıymetli evrak ve sermaye şirketlerine ait paylar; fikrî mülkiyet hakları; taşınır ve her çeşit taşınmaz ile bunların faydalanma ve kullanma hakları; kişisel emek; ticari itibar; ticari işletmeler; haklı olarak kullanılan devredilebilir elektronik ortamlar ile devrolunabilen ve nakden değerlendirilebilen her türlü değer bu kapsamdadır. Ancak her tür şirkette her değer sermaye olamaz; anonim şirketlerde kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar sermaye olarak konulamaz, aynı sermaye olarak konulacak unsurların üzerinde sınırlı bir aynı hak, haciz veya tedbir bulunmaması ve bunların nakden değerlendirilebilir ve devredilebilir nitelikte olması gerekir. Asgari sermaye zorunluluğu yalnızca anonim ve limited şirketler için öngörülmüştür; esas sermaye sistemini benimseyen anonim şirkette iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka kapalı şirkette beş yüz bin, limited şirkette ise en az elli bin Türk Lirası aranır.

Sermaye koyma borcunun yerine getirilmesi taahhüt ve tasarruf olmak üzere iki aşamada gerçekleşir ve getirilen değer türüne göre özel kurallara bağlanır. Bir taşınmaz sermaye olarak konulduğunda, bunu içeren esas sözleşme hükümleri resmî şekil aranmaksızın geçerli olur; taşınmaz, bilirkişice belirlenen değeriyle tapuya şerh verildiği anda aynı sermaye sayılır, şirketin üzerinde tasarruf edebilmesi için ise tapu siciline tescili gerekir. Aynı sermaye olarak konulan varlıklara, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişiler değer biçer. Nakden taahhüt edilen payların itibarî değerinin en az yüzde yirmi beşi tescilden önce, kalanı ise tescili izleyen yirmi dört ay içinde ödenir. Borcunu yerine getirmeyen ortağa karşı şirket ifayı dava edebilir, gecikme nedeniyle tazminat ve temerrüt faizi isteyebilir. Anonim şirketlere özgü bir yaptırım olan ıskatta ise yönetim kurulu, temerrüde düşen pay sahibine bir aylık süre tanıyan bir ihtar gönderir; buna rağmen ödeme yapılmazsa pay sahibini iştirak taahhüdünden ve yaptığı kısmi ödemelerden doğan haklarından yoksun bırakıp payı satarak yerine başkasını alabilir, esas sözleşmede hüküm bulunuyorsa ayrıca sözleşme cezası da isteyebilir.

Genel hükümler, ortağın kişisel alacaklısının şirket üzerindeki haklara ne ölçüde başvurabileceğini de düzenler. Şahıs şirketinde kişisel alacaklı, şirket sürerken yalnızca ortağa düşen kâr payından, şirket fesholunmuşsa tasfiye payından alacağını alabilir; sermaye şirketinde ise buna ek olarak ortağa ait payların İcra ve İflas Kanununun taşınırlara ilişkin hükümlerine göre haczedilmesini ve paraya çevrilmesini isteyebilir. Bölümün geniş bir kısmı ise şirketlerin yapısal olarak dönüşmesine ayrılmıştır. Birleşme, bir ya da daha çok ticaret şirketinin malvarlığının tasfiye edilmeksizin mevcut veya yeni kurulan bir şirket tarafından devralınması ve devrolunan şirketin ortaklarının önceden belirlenmiş bir değişim oranına göre devralan şirkette pay sahibi olmasıdır; tescil anında devrolunan şirketin bütün

aktif ve pasifi kendiliğinden devralan şirkete geçer, buna küllî halefiyet denir ve devrolunan şirket tescille infisah eder. Bölünme tam veya kısmi olabilir; tür değiştirmede ise şirket tasfiyeye girmeden başka bir türe dönüşür ve yeni tür eskisinin devamı sayılır. Bütün bu işlemlere ortaklık paylarının ve haklarının korunması ilkesi hâkimdir ve bu ilkeye dayanılarak, uygun bir denkleştirme akçesinin saptanması için inceleme davası, kanuna aykırı bir yapısal değişiklik kararının kaldırılması için iptal davası, işleme katılanların kusurundan doğan zararların giderilmesi için sorumluluk davası açılabilir.

Genel hükümlerin son bölümü şirketler topluluğunu ele alır. Bir ticaret şirketi, diğerinin oy haklarının çoğunluğuna sahipse, yönetim organında karar çoğunluğunu oluşturan üyeleri seçtirebiliyorsa, bir sözleşmeye dayanarak oy çoğunluğunu elinde tutuyorsa ya da onu başka bir yolla hâkimiyeti altında bulundurabiliyorsa, ilk şirket hâkim, diğeri bağlı şirkettir; ikisi birlikte şirketler topluluğunu meydana getirir ve hâkim ana, bağlı yavru şirket konumundadır. Bir teşebbüs, bir sermaye şirketinin sermayesinin yüzde beş, on, yirmi, yirmi beş, otuz üç, elli, altmış yedi veya yüzde yüzünü temsil eden paylara ulaştığında ya da payları bu eşiklerin altına indiğinde, durumu on gün içinde bildirmekle yükümlüdür. Hâkim şirket, hâkimiyetini bağlı şirketi kayba uğratacak biçimde kullanamaz; kayıp o faaliyet yılı içinde denkleştirilmez veya denk bir istem hakkı tanınmazsa bağlı şirketin pay sahipleri ve alacaklıları zararın giderilmesini isteyebilir. Hâkim şirket, doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin paylarının ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahipse ve azlık şirketin çalışmasını engelliyor ya da dürüstlük kuralına aykırı davranıyorsa azlığın paylarını satın alabilir. Nihayet hâkim şirket, topluluk itibarının topluma veya tüketiciye güven veren bir düzeye ulaştığı hâllerde, bu itibarın kullanılmasının uyandırdığı güvenden de sorumlu tutulur.

3. TİCARET HUKUKU

İçindekiler

3.2 · Türk Ticaret Kanununun Anonim Şirketlere İlişkin Hükümleri (Madde 329 – 562)

Anonim Şirketler: Tek Borç İlkesinden Organlara ve Pay Yapısına

KISACA

Anonim şirket, kanuni tanımı gereği esas sermayesi önceden belli olup paylara bölünen ve borçlarından ötürü sadece kendi malvarlığıyla sorumlu tutulan bir sermaye şirkettir. Pay sahibi ise sadece taahhüt ettiği sermaye payıyla ve yalnızca şirkete karşı sorumludur; bu borcunu gereği gibi ödemediğinde sorumluluğu da sona erer ve şirket alacaklılarına karşı hiçbir yükümlülük altına girmez. Öğretide tek borç ilkesi denilen bu kural, anonim şirketin en ayırt edici yönüdür. Şirket tek bir kurucuyla dahi kurulabilir ve tüzel kişiliğini esas sözleşmenin ticaret siciline tesciliyle kazanır. Esas sermaye sistemini benimseyen şirkette asgari sermaye iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka kapalı şirkette ise beş yüz bin Türk Lirasıdır. Şirketin iki zorunlu organı vardır: karar organı olan genel kurul ile idare ve temsil organı olan yönetim kurulu; aralarında işlev ayrılığı ilkesi geçerlidir, yani genel kurul üst organ değildir. Sermayenin bölündüğü en küçük birim olan pay, aynı zamanda ortaklık hakkını temsil eden bir menkul kıymettir ve sahibine yönetsel ve malvarlıksal haklar sağlar. Bu özet, anonim şirketin tanımını, kuruluşunu, organlarının işleyişini ve pay yapısını tek bir çerçevede kavramanın anahtarını verir.

Anonim şirketin ne olduğunu, Kanunun 329. maddesindeki tanım açık biçimde ortaya koyar: sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir. Bu kısa tanımın içinde şirketin bütün temel unsurları gizlidir. Sermayenin belirli olması, onun önceden tespit edilmiş ve kendiliğinden değişmez olması demektir; paylara bölünmüş olması ise sermayenin, her biri sahibinin katılım oranını gösteren ve itibarı bir değer taşıyan eşit birimlere ayrılmasıdır. Şirketin borçlarından yalnız malvarlığıyla sorumlu olması, ayrı bir hukuk süjesi olan tüzel kişinin bütün malvarlığıyla ve sınırsızca sorumlu tutulmasını anlatır. Buna karşılık pay sahibinin durumu bambaşkadır: o, yalnızca taahhüt ettiği sermaye payıyla ve sadece şirkete karşı sorumludur, bu borcu gereği gibi ifa ettiğinde şirkete karşı yükümlülüğü de sona erer. Öğretide tek borç ilkesi olarak anılan bu kuralın bir sonucu olarak, taahhüt edilen sermaye getirilmemiş olsa bile şirket alacaklılarının bunu doğrudan pay sahibinden isteme hakkı bulunmaz; sorumluluk daima şirkete karşıdır.

Anonim şirket bizzat tacir sayıldığından, kanuna uygun bir ticaret unvanı seçip tescil ettirmek zorundadır; bu unvanın çekirdek unsurları, esaslı noktalarıyla belirtilmiş bir işletme konusu ile türü gösteren anonim şirket ibaresidir. Şirket, kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konu için kurulabilir ve en temel amacı kâr elde etmektir. Kuruluş için tek bir pay sahibi yeterlidir; bu kişi gerçek ya da tüzel kişi olabilir, ancak şirket kendi paylarının tamamını, tek pay sahibi kendisi olacak şekilde iktisap edemez. Tüzel kişilik, şirketin ticaret siciline tescili anında doğar. Pay sahipleri şirket borçlarından şahsen sorumlu olmadığından, alacaklıları korumak amacıyla asgari bir sermaye aranır: esas sermaye sistemini benimseyen şirkette iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye sistemini kabul eden halka

kapalı şirkette ise beş yüz bin Türk Lirası şarttır; kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık şirketler için ise Sermaye Piyasası Kurulunun düzenlemesiyle bunun çok üzerinde bir tutar belirlenir.

Anonim şirketler bir dizi temel ilkeyle yönetilir. Çoğunluk ilkesi uyarınca kararlar kural olarak salt çoğunlukla alınır, bazı önemli kararlarda ise nitelikli çoğunluk aranır. Malvarlığının ve sermayenin korunması ilkesi, sınırlı sorumlu bir şirkette alacaklıları güvenceye almaya dayanır ve bu ilkeye aykırı yönetim kurulu ile genel kurul kararları butlanla sakatlanır. Emredici hükümler ilkesine göre esas sözleşme, Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin verilmişse sapabilir; başka bir deyişle burada kural emredicilik, istisna irade serbestisidir. Eşit işlem ilkesi, pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulmasını gerektirir ve öncelikli muhatabı yönetim kuruludur. Pay sahiplerinin şirkete borçlanması kural olarak yasaktır; ancak sermaye taahhüdünden doğan vadesi gelmiş borçlar ifa edilmiş ve şirketin serbest yedek akçelerle birlikte kârı geçmiş yıl zararlarını karşılayacak düzeyde ise borçlanma mümkün olur. Nihayet oransallık ilkesi, pay sahipliği haklarının kural olarak sermayeye katılım oranına göre belirlendiğini, buna karşılık genel kurula katılma, bilgi alma ve iptal davası açma gibi koruyucu hakların her pay sahibince paydan bağımsız kullanılabildiğini ifade eder.

Kurucu sıfatı, esas sözleşmeyi imzalayıp pay taahhüt eden gerçek ya da tüzel kişiye tanınır. Olağan kuruluş yolu öğretide ani kuruluş diye anılır ve kurucuların, sermayenin tamamını ödemeyi şartsız taahhüt ettikleri, imzaları noterce onaylanan esas sözleşmede anonim şirket kurma iradelerini açıklamalarıyla başlar. İmzaların noterce onaylanmasıyla, tescile kadar sürecek olan ön şirket aşamasına geçilir; henüz tüzel kişilik doğmamış olsa da bu andan itibaren esas sözleşme ve Kanunun anonim şirket hükümleri kurucular arası ilişkilere uygulanmaya başlar. Kuruluştaki sermaye kısmen veya tamamen ödenir, şirket Bakanlık iznine tabiyse izin alınır ve esas sözleşmenin tamamı ticaret siciline tescil edilerek şirket tüzel kişilik kazanır; ardından Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan yapılır. Sermaye kısmen ya da tamamen aynı unsurlardan oluşuyorsa veya kuruluş sırasında bir işletme yahut ayın devralınıyorsa, değerlendirme gerektiren nitelikli kuruluş söz konusu olur. Kanun, kuruculara şirket sermayesinin azalması sonucunu doğurabilecek bir menfaat tanınmasını yasaklamakla birlikte, dağıtılabilir kârdan belirli bir orana kadar kurucu intifa senedi çıkarılmasına izin verir.

Şirket, organları aracılığıyla yönetilir ve dış dünyada temsil olunur; zorunlu iki organı genel kurul ile yönetim kuruludur ve bunların arasında işlev ayrılığı ilkesi geçerlidir, yani genel kurul yönetim kurulunun üstünde bir konumda değildir. Yönetim kurulu, esas sözleşmeyle atanmış veya genel kurulca seçilmiş bir ya da daha çok kişiden oluşur; tek kişilik bir yönetim kurulu da mümkündür. Kurul, kanun ve esas sözleşme uyarınca genel kurula bırakılanlar dışında, işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gereken her türlü iş ve işlem hakkında karar almaya yetkilidir. Bazı görev ve yetkileri ise devredilemez ve vazgeçilemez niteliktedir: şirketin üst düzeyde yönetimi, yönetim teşkilatının belirlenmesi, finansal planlama düzeninin kurulması, üst düzey yöneticilerin atanıp görevden alınması ve gözetimi, defter ve raporların tutulması ile borca batıklık durumunun mahkemeye bildirilmesi bunların başında gelir. Yönetim kurulu, son yıllık bilançodan sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının zarar sebebiyle karşılıksız kaldığını gördüğünde genel kurulu hemen toplantıya çağırıp iyileştirici önlemler sunmak; üçte ikisinin karşılıksız kaldığı hâlde ise genel kurul sermayeyle yetinme veya sermayenin

tamamlanması kararını vermezse şirketin kendiliğinden sona ermesiyle yüz yüze gelmek durumundadır.

Genel kurul, şirketin karar organıdır ve kural olarak yalnızca Kanunda açıkça sayılan konularda karar alabilir. Devredilemez görev ve yetkileri arasında esas sözleşmenin değiştirilmesi, yönetim kurulu üyelerinin seçimi, ibrası ve görevden alınması, denetçinin seçimi, finansal tablolar ile yıllık kâr üzerinde tasarrufa ilişkin kararların alınması, şirketin feshi ve önemli miktarda şirket varlığının toptan satışı sayılabilir. Genel kurul olağan olarak her faaliyet döneminin sonundan itibaren üç ay içinde toplanır, gerektiğinde olağanüstü de toplanabilir; bütün payların sahipleri veya temsilcileri hazır bulunup itiraz etmezse çağrı usulüne uyulmaksızın çağrısız da toplanabilir. Olağan bir toplantının açılabilmesi için sermayenin en az dörtte birini karşılayan payların hazır bulunması gerekir; kararlar ise toplantıda mevcut oyların çoğunluğuyla alınır. Esas sözleşmeyi değiştiren kararlarda ilk toplantıda sermayenin en az yarısı, sağlanamazsa ikinci toplantıda en az üçte biri aranır; işletme konusunun tamamen değiştirilmesi, imtiyazlı pay oluşturulması ve nama yazılı payların devrinin sınırlandırılması gibi kararlarda sermayenin en az yüzde yetmiş beşinin, merkezin yurt dışına taşınması gibi kararlarda ise oybirliğinin olumlu oyu gerekir. Genel kurul kararlarının sakatlığı üç yaptırım doğurur: kurucu unsur eksikliğinde yokluk; pay sahibinin vazgeçilemez haklarını ortadan kaldıran ya da sermayenin korunmasına aykırı kararlarda butlan; kanuna, esas sözleşmeye veya dürüstlük kurallarına aykırılık hâlinde ise karar tarihinden itibaren üç aylık hak düşürücü süre içinde açılan iptal davası.

Kanunun tanımında yer alan pay, hem şirket sermayesinin bölündüğü en küçük birimi hem de ortaklık hakkını temsil eden menkul kıymeti ifade eder. Payın itibarî değeri en az bir kuruştur ve ancak birer kuruluş ve katları olarak yükseltilebilir; itibarî değer altında pay çıkarılamaz, buna karşılık esas sözleşmede hüküm veya genel kurul kararı bulunması hâlinde itibarî değer üzerinde primli pay ihracı mümkündür. Pay senetleri hamiline veya nama yazılı olabilir; ancak bedelleri tamamen ödenmemiş paylar için hamiline yazılı pay senedi çıkarılamaz. Hamiline yazılı payın devri, zilyetliğin geçirilmesi ve Merkezi Kayıt Kuruluşuna yapılacak bildirimle; nama yazılı payın devri ise ciro ile zilyetliğin geçirilmesiyle gerçekleşir. Nama yazılı payın devrinin şirkete karşı ileri sürülebilmesi için ayrıca pay defterine kaydedilmesi gerekir. Pay sahibinin hakları geleneksel bir ayırımla yönetsel ve malvarlıksal olmak üzere iki gruba bölünür. Genel kurula katılma, oy kullanma, kararların yokluğunu, butlanını veya iptalini isteme, sorumluluk davası açma, bilgi alma ve inceleme ile özel denetçi atanmasını isteme yönetsel hakların; kâr payı, tasfiye bakiyesine katılma ve yeni pay alma yani rüçhan hakkı ise malvarlıksal hakların başında gelir. Bu hakların bir kısmı sermayeye katılım oranından bağımsız olarak tek bir paya sahip pay sahibince dahi kullanılabilirken, oy ve kâr payı gibi haklarda oransallık ilkesi işler.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.1 • Muhasebenin Temel Kavramları, İlkeleri ve Genel Muhasebe

Muhasebenin Temelleri: Kavramlar, İlkeler ve Genel Muhasebe Düzeni

KISACA

Muhasebe, işletmenin para ile ifade edilebilen faaliyetlerini toplayan, kaydeden, sınıflandıran ve raporlar halinde sunarak karar vericilere aktaran bir bilgi sistemidir; bu yönüyle işletme faaliyetleri ile onlarla ilgilenen taraflar arasında bir köprü kurar. Bir olayın muhasebeye girebilmesi için öncelikle para ile ölçülebilir olması gerekir; ölçülemeyen değerler sistemin dışında kalır. Bu bilgi sistemi iki temel işlev görür: geçmiş faaliyetleri güvenilir biçimde saklayan bir hafıza olmak ve bu bilgileri finansal tablolar biçiminde dışarıya raporlamak. Raporlanan bilginin merkezinde iki soru vardır; işletmenin belli bir andaki finansal durumu ve belli bir dönemdeki finansal performansı. Birincisi bilançoda, ikincisi gelir tablosunda gösterilir. Tüm bu yapının altında, sosyal sorumluluktan özün önceliğine kadar uzanan temel kavramlar ile bunlara dayanan genel kabul görmüş ilkeler yer alır. Genel muhasebenin iskeletini ise Varlıklar eşittir Borçlar artı Özsermaye biçimindeki temel denklem, hesapların borç ve alacak mantığı ve dokuz sınıfa ayrılmış tekdüzen hesap düzeni oluşturur.

Muhasebeyi anlamamanın en sağlam yolu onu bir bilgi sistemi olarak görmektir. Bir ekonomide işletmelerin ne yaptığı ve bu yapıların sonucunda nereye vardığı bilgisinin ilgili taraflara tam, doğru ve zamanında ulaşması gerekir; işte bu bilgi akışının büyük bölümü muhasebe aracılığıyla gerçekleşir. Kısaca muhasebe, tamamen ya da kısmen finansal nitelikli ve para ile ifade edilebilen işlemlere ilişkin anlamlı ve güvenilir bilgileri toplayan, doğruluğunu saptayan, kaydeden, sınıflandıran ve raporlar halinde sunarak analiz edilmesini sağlayan bir düzendir. Bu tanımın en kritik önkoşulu para ile ölçülebilmedir. Bir olay işletme için ne kadar önemli olursa olsun, güvenilir biçimde paraya çevrilemiyorsa muhasebenin konusu olamaz; örneğin çalışanların bilgi birikimi ya da ürüne duyulan güven, değerli olsalar da parayla ifade edilemedikleri için sistemin dışında kalır. Para birimi, farklı ölçülerle anlatılan işlemleri ortak bir zemine indirir ve karşılaştırılabilir kılar.

Bu tanım birbirini tamamlayan üç parçadan oluşur. İlk parça, muhasebenin düzenli ve sistematik bir kayıt işlevidir. İkinci parça, ham verinin belli bir sistematik içinde kaydedilip sınıflandırılmasıdır; binlerce işlem ancak anlamlı biçimde sınıflandırıldığında finansal tablolara dönüşebilir. Üçüncü parça ise raporlanan bilginin analiz ve yorumudur, çünkü üretilen tabloların bir karara dayanak olabilmesi için okunup değerlendirilmesi gerekir. Bu üç parça, muhasebe bilgi sisteminin iki esas işlevinde toplanır. Birinci işlev, geçmişte gerçekleşen ve parayla ifade edilen faaliyetlerin kaydedilerek saklanmasıdır; muhasebe bu yönüyle işletmenin hafızasıdır ve hukuk sistemi de bu kayıtların nasıl tutulacağını ve saklanacağını düzenler, öyle ki işletmeler bu kayıtları en az beş yıl boyunca sağlıklı biçimde korumakla yükümlüdür. İkinci işlev, kaydedilen bilgilerin bir biçime sokularak dışarıya raporlanmasıdır; buna finansal raporlama denir.

Raporlanan bilginin özünde iki bilgi grubu vardır. Birincisi işletmenin belli bir andaki finansal durumu, ikincisi belli bir dönemdeki finansal performansıdır. Finansal durum, işletmenin o anki fotoğrafını veren

bilanço, yani finansal durum tablosu ile gösterilir. Finansal performans ise gelir tablosunda raporlanır. Bu iki tabloya temel finansal tablolar denir. İşletmeler finansal durumdaki değişimi de raporlar; bu değişim nakit yönünden izlenirse nakit akış tablosu, özkaynaklar yönünden izlenirse özkaynak değişim tablosu adını alır ve bunlar temel tabloları tamamladıkları için yardımcı tablolar diye anılır. Tarihsel olarak bugünkü anlamıyla muhasebenin başlangıcı çift yanlı kayıt sistemini esas alan ilk kitabın on beşinci yüzyılda, 1494 yılında Venedik'te Luca Pacioli tarafından yayımlanmasına dayandırılır; bu sistem işletmeyi ortaklarından bağımsız soyut bir varlık haline getirmiştir.

Muhasebenin kuramsal zeminini temel kavramlar oluşturur ve genel kabul görmüş ilkeler ile standartların bunlara aykırı olmaması beklenir. Sosyal sorumluluk kavramı, bilgi üretilirken belli bir kişi ya da grubun değil tüm tarafların çıkarının gözetilmesini, yani her çıkar grubuna eşit uzaklıkta durulmasını ister. Kişilik kavramı, işletmenin sahiplerinden ve yöneticilerinden ayrı bir kişiliği olduğunu, kayıtların yalnızca bu kişilik adına tutulacağını söyler. İşletmenin sürekliliği kavramı, faaliyetin belirli bir süreye bağlı olmaksızın süreceğini varsayar ve bu varsayım maliyet esasının da dayanağıdır. Dönemsellik kavramı, sınırsız kabul edilen bu ömrü eşit dönemlere bölerek her dönemin sonucunu ayrı saptar. Parayla ölçülme kavramı işlemlerin ulusal para birimiyle kaydedilmesini, maliyet esas kavramı varlık ve hizmetlerin elde etme maliyetiyle muhasebeleştirilmesini gerektirir. Tarafsızlık ve belgelendirme kavramı kayıtların objektif belgelere dayanmasını, tutarlılık kavramı seçilen politikaların dönemler arasında değiştirilmeden uygulanmasını, tam açıklama kavramı tabloların karar almaya yetecek ölçüde açık olmasını ister. İhtiyatlılık kavramı olası gider ve zararlar için karşılık ayrılmasını ama muhtemel gelirlerin gerçekleşmeden yazılmamasını, önemlilik kavramı bir kalemin ağırlığına göre tabloda yer almasını, özün önceliği kavramı ise işlemlerin biçiminden çok özünün esas alınmasını öngörür.

Genel muhasebenin işleyişi muhasebe temel denkleminde kavranır. Bu denklemin en yalın hali varlıkların kaynaklara eşit olmasıdır; ayrıntılandırıldığında Varlıklar eşittir Borçlar artı Özsermaye biçimini alır. Denklemin aktif tarafı işletmenin sahip olduğu ekonomik değerleri, pasif tarafı ise bu değerlerin nereden finanse edildiğini ve kimin hakkı olduğunu gösterir. Bir kalemin varlık sayılabilmesi için işletmenin kontrolünde olması ve gelecekte ekonomik yarar sağlaması beklenir. Bu denklem doğrudan bilanço'ya yansır; nitekim bilanço, işletmenin belli bir tarihteki varlıklarının, özsermayesinin ve borçlarının ayrıntılı listesidir. Gelir tablosu ise dinamik bir tablodur ve gelirlerden giderler düşülünce kâr ya da zarara ulaşılır. Kayıtların tutulduğu araç hesaptır; her hesabın sol tarafına borç, sağ tarafına alacak kaydı yapılır. Aktif hesaplar borç tarafında açılır ve artışları borca, azalışları alacağa yazılır; pasif hesaplarda bu mantık tersine işler.

Ülkemizde muhasebe uygulamalarına ortak bir çerçeve, 3568 sayılı Kanun ile mesleğin yasal statü kazanmasının ardından getirilmiştir. Bu çerçeve, 1992 yılında yayımlanan Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği ile tekdüzen bir düzene kavuşmuştur; amaç, bilanço esasına göre defter tutan işletmelerin sonuçlarının tutarlılık ve karşılaştırılabilirlik ilkelerine uygun üretilmesidir. Bu düzende hesaplar dokuz sınıfa ayrılır; dönen varlıklar, duran varlıklar, kısa vadeli yabancı kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklar bilanço hesaplarını, gelir tablosu hesapları ile maliyet hesapları sonuç hesaplarını oluşturur, serbest sınıf ile nazım hesaplar ise geriye kalan sınıflardır. Dönem içinde

işlenen kayıtların doğruluğu mizanlarla denetlenir; envanter işlemlerinden önce hazırlanana genel geçici mizan, envanter kayıtları da yapıldıktan sonra hazırlanana genel kesin mizan denir. Dönem sonunda muhasebe kayıtları gerçek durumla karşılaştırılıp envanter yoluyla düzeltilir ve genel kesin mizandaki verilerden yararlanılarak gelir tablosu ile dönem sonu bilançosu düzenlenir. Böylece bir muhasebe dönemi, açılıştan kapanışa kadar bütünlüklü bir akış içinde tamamlanmış olur.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.2.1 • Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve

Kavramsal Çerçeve: Finansal Raporlamanın Amacı, Niteliksel Özellikler ve Ölçüm

KISACA

Kavramsal çerçeve, finansal raporlamanın üzerine oturduğu ortak zemindir; hangi bilginin, kim için ve nasıl üretileceğini belirler. Raporlamanın temel amacı, kullanıcılara işletmeye kaynak sağlama ve benzeri kararlarda faydalı olacak finansal bilgiyi sunmaktır. Kullanıcıların en önemlileri, işletmeden doğrudan bilgi isteyemedikleri için raporlara güvenmek zorunda olan mevcut ve potansiyel yatırımcılar ile borç ve kredi verenlerdir; bunlara asli kullanıcı denir ve esas ihtiyaçları işletmenin gelecekte ne kadar nakit yaratacağını tahmin etmektir. Bilginin faydalı olabilmesi iki temel niteliksel özelliğe bağlıdır: ihtiyaca uygunluk ve gerçeğe uygun sunum. Bunların yanında karşılaştırılabilirlik, doğrulanabilirlik, zamanında sunum ve anlaşılabilirlik gibi destekleyici özellikler bilginin faydasını artırır. Çerçeve ayrıca bir kalemin ne zaman tabloya alınacağını belirleyen tahakkuk koşullarını ve varlık ile yükümlülüklerin hangi değerle ölçüleceğini gösteren tarihi maliyet ve cari değer gibi ölçüm esaslarını tanımlar.

Finansal raporlamayı kurallar yığını olarak değil, belli bir amacın hizmetindeki tutarlı bir düşünce sistemi olarak görmek gerekir; kavramsal çerçeve tam da bu düşünce sistemini ortaya koyar. Çerçeveye göre raporlamanın temel amacı, finansal tablo kullanıcılarının işletmeye kaynak sağlama ve diğer kararları verirken yararlanabileceği finansal bilgiyi üretmektir. İşletmelerin dışarıya sunduğu tablolar genel amaçlı tablolardır; yani belli bir kullanıcının özel isteğine göre değil, farklı bilgi ihtiyaçları olan geniş bir kitleye hitap edecek biçimde hazırlanır. Bu kullanıcıların arasında yatırımcılar, borç verenler, çalışanlar, satıcılar, müşteriler, hükümetler ve genel olarak kamu yer alır. Bunların içinden mevcut ve potansiyel yatırımcılar ile borç ve kredi verenler asli kullanıcı olarak nitelenir. Bu ayrımın nedeni basittir: bu tarafların işletmeden doğrudan bilgi talep etme imkânı yoktur, dolayısıyla ihtiyaç duydukları bilginin çoğu için finansal raporlara güvenmekten başka makul bir yolları kalmaz. Asli kullanıcıların asıl merakı ise işletmenin gelecekte ne kadar nakit yaratabileceğidir, çünkü bekledikleri temettü, faiz ve anapara getirileri bu nakit akışına bağlıdır.

Bir bilginin kullanıcıya faydalı olabilmesi belirli niteliklere sahip olmasını gerektirir. Bunlar iki grupta toplanır. Temel niteliksel özellikler ihtiyaca uygunluk ve gerçeğe uygun sunumdur. İhtiyaca uygun bilgi, verilen kararları etkileme gücü olan bilgidir; bir bilgi ancak tahminlerde kullanılabiliriyorsa ya da önceki değerlendirmeleri doğrulayıp değiştirilerek teyit özelliği taşıyorsa bu güce sahip olur, ve genellikle bu iki özellik birlikte bulunur. İhtiyaca uygunluk, önemlilik kavramıyla birlikte anlam kazanır; bir bilginin verilmemesi ya da yanlış verilmesi kullanıcının kararını etkileyebiliyorsa o bilgi önemlidir. Önemlilik, ihtiyaca uygunluğun işletmeye özgü halidir ve bu yüzden herkes için geçerli standart bir sayısal eşik ile belirlenemez, kalemin niteliğine ve büyüklüğüne göre işletmeden işletmeye değişir. İkinci temel özellik olan gerçeğe uygun sunum ise, açıklanmak istenen ekonomik olayın olduğu gibi yansıtılmasıdır ve tam olabilmesi için üç niteliği taşımalıdır: sunum tam, tarafsız ve hatasız olmalıdır. Tam sunum olayın

anlaşılması için gerekli tüm bilgileri içermeyi, tarafsız sunum bilgi seçiminde ve gösteriminde önyargı taşımamayı, hatasız sunum ise sürecin ve tanımlamanın hatasız yürütülmesini ifade eder; hatasızlık her rakamın mutlak doğruluğu anlamına gelmez, çünkü birçok kalem makul tahminlere dayanır.

Bu iki temel özelliğin yanında dört destekleyici özellik bilginin faydasını yükseltir. Karşılaştırılabilirlik, kullanıcının kalemler arasındaki benzerlik ve farklılıkları görebilmesini sağlar; tek bir kalemle değil en az iki kalemle ilgilidir ve tutarlılıkla desteklenir. Burada ince bir ayrım vardır: tutarlılık aynı kalem için aynı yöntemin dönemler boyunca ya da işletmeler arasında kullanılmasıdır, karşılaştırılabilirlik ise ulaşılmak istenen amaçtır ve tutarlılık bu amaca hizmet eder. Doğrulanabilirlik, farklı gözlemcilerin bir açıklamanın gerçeğe uygun sunulduğu konusunda görüş birliğine varabilmesidir; nakit sayımı gibi doğrudan ya da bir modelin verilerinin kontrol edilip sonucun yeniden hesaplanması gibi dolaylı biçimde yapılabilir. Zamanında sunum, bilginin kararı etkileyebileceği anda hazır olması demektir; bilgi eskidikçe faydası azalır. Anlaşılabilirlik ise bilginin açık ve öz biçimde sınıflandırılıp sunulmasıdır, ancak karmaşık olayların anlaşılır olsun diye rapordan çıkarılması tabloyu eksik ve yanıltıcı hale getirebilir.

Çerçevenin ikinci büyük başlığı, bir kalemin finansal tabloya ne zaman alınacağını belirleyen tahakkuktur. Tahakkuk, uygun hesabın belirlenmesini, kalemin parasal tutarının saptanmasını ve bu tutarın tablolara dâhil edilmesini kapsar. Bir kalemin tahakkuk ettirilebilmesi için iki koşul birlikte aranır: kalemin gelecekte işletmeye ekonomik yarar girişine ya da işletmeden çıkışına yol açması muhtemel olmalı ve maliyeti veya değeri güvenilir biçimde ölçülebilmelidir. Bu iki koşuldaki biri sağlanmıyorsa kalem tabloya alınmaz; örneğin tazminat tutarı güvenilir biçimde tahmin edilemeyen bir dava için varlık ve gelir tahakkuku yapılmaz. Aynı mantıkla gelecekte yarar sağlaması beklenen ve güvenilir ölçülen bir harcama varlık olur, bu koşulu taşımayan harcama ise gider yazılır; yükümlülük tahakkuku için de kaynak çıkışının muhtemel ve tutarın güvenilir ölçülebilir olması gerekir. Gelir ve giderlerin hangi döneme ait olduğu ise nakit esas ile tahakkuk esas arasındaki ayrımla belirlenir. Nakit esasında tahsilat ve ödemenin yapıldığı dönem, tahakkuk esasında ise gelirin gerçekleştiği ve giderin olduğu dönem esas alınır; muhasebede belirleyici olan tahakkuk esasıdır ve bu esas dönersellik varsayımıyla desteklenir.

Son olarak çerçeve, tabloya alınan kalemlerin hangi parasal tutarla ölçüleceğini gösteren ölçüm esaslarını tanımlar. En bilinen esas tarihi maliyettir; burada varlıklar elde edildikleri tarihte ödenen nakit ya da verilen karşılığın gerçeğe uygun değeriyle, borçlar ise karşılığında elde edilen tutarla ölçülür. Buna karşılık cari değer ölçümleri, ölçüm tarihindeki güncel koşulları yansıtan bilgileri kullanır. Cari değer başlığı altında birkaç esas yer alır. Gerçeğe uygun değer, piyasa katılımcıları arasında olağan bir işlemde bir varlığın satışından elde edilecek ya da bir yükümlülüğün devrinde ödenecek fiyattır. Kullanım değeri, işletmenin bir varlığı kullanıp elden çıkararak elde etmeyi beklediği nakit akışlarının bugünkü değeridir; bunun yükümlülük tarafındaki karşılığı olan ifa değeri ise bir yükümlülüğün yerine getirilmesinde devredilmesi gereken kaynakların bugünkü değeridir. Cari maliyet ise bir varlık için ölçüm tarihinde ödenecek bedel ile o tarihteki işlem maliyetlerinin toplamıdır. Bu esasların bir arada tanımlanması, finansal durumun ve performansın hangi ölçüyle raporlandığının okuyucu tarafından bilinmesini ve tabloların doğru yorumlanmasını sağlar.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.2.2 · TMS/IFRS

TMS ve IFRS: Türkiye Muhasebe Standartları Düzeni ve Uygulama Kapsamı

KISACA

Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları, işletmelerin gerçeğe uygun, ihtiyaca uygun ve karşılaştırılabilir finansal tablolar üretmesini sağlayan standart setidir. Bu standartları, uluslararası standartlarla uyumlu biçimde Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu belirleyip yayımlar. Türk Ticaret Kanunu, işletmelerin yasal muhasebe kayıtlarını vergi mevzuatına göre tutmasını ama finansal tablolarını bu standartlara göre hazırlamasını öngörür. Standartlar herkese aynı ölçüde uygulanmaz; sermaye piyasası araçları borsada işlem gören şirketler, bankalar, sigorta ve emeklilik şirketleri gibi kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar tam set IFRS uygular. Bağımsız denetime tabi olup IFRS uygulamayan işletmeler ise Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardını uygular; daha küçük işletmeler için ayrı çerçeveler tanımlanmıştır. Standartlar; finansal tablo setini, işletmenin sürekliliği ile tahakkuk gibi genel raporlama ilkelerini ve hasılatтан stoklara, maddi duran varlıklardan kur farklarına kadar birçok konuyu ayrı ayrı düzenler.

Türkiye Muhasebe Standartları ile Türkiye Finansal Raporlama Standartları, finansal tabloların ortak ve güvenilir bir dilde konuşmasını sağlamak için vardır. Bu standartları belirleme ve yayımlama yetkisi, 2011 yılında bir Kanun Hükmünde Kararname ile kurulan Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumundadır; Kurum, uluslararası finansal raporlama standartlarını fazla gecikme olmaksızın iç hukuka aktararak ülkemizde uygulanır hale getirir. Bu aktarım hızlansın diye standartların Kurul kararı biçiminde yayımlanması benimsenmiştir. Standartların uygulama kapsamının genişlemesinin arkasında Türk Ticaret Kanunu vardır. Kanun, muhasebe düzeninde önemli bir ayrım getirmiştir: işletmeler yasal muhasebe kayıtlarını temelde Vergi Usul Kanunu ve ona dayalı düzenlemelere göre tutar, ancak finansal raporlarını Kurum tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlar. Böylece kanuni defter ile finansal tablo, iki ayrı çerçeveye bağlanmış olur.

Türkiye Muhasebe Standartları kavramı geniş bir küme ifade eder. Kanunun geçici hükümlerine göre bu küme, dar anlamdaki standartlar ve yorumları ile Kurumun farklı işletme büyüklükleri, sektörler ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlar için belirlediği özel standart ve düzenlemeleri kapsar; ayrıca kavramsal çerçeve de standartların ayrılmaz bir parçası sayılır. Bu standartlar her işletmeye aynı biçimde uygulanmaz. Tam set standartları uygulamakla yükümlü olanların başında, sermaye piyasası araçları borsada ya da teşkilatlanmış bir piyasada işlem gören şirketler, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri; bankalar ve bağlı ortaklıkları; sigorta ve reasürans şirketleri ile emeklilik şirketleri gelir. Kurum başlangıçta tam set uygulama kapsamını bağımsız denetim kapsamıyla eş tutmuş, ancak bu durumun belirli bir büyüklüğün altındaki çok sayıda işletmeyi daha karmaşık ve maliyetli bir standart setini uygulamaya zorlaması nedeniyle 2014 yılında kapsamı esas olarak kamu yararını ilgilendiren kuruluşlarla sınırlandırmıştır. Kamu yararını ilgilendirmeyen işletmelere ise isteğe bağlı olarak tam set uygulama imkânı tanınmıştır.

Bu daraltma, tam set dışında kalan işletmeler için ayrı bir çerçeve ihtiyacını doğurmuştur. Bunun karşılığı Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardıdır. Bu standart, bağımsız denetime tabi olup tam set uygulamayan işletmelerin münferit ve konsolide finansal tablolarını hazırlamada uyacakları çerçevedir ve amacı yine gerçeğe uygun, ihtiyaca uygun ve karşılaştırılabilir tablolar üretmektir. Bir işletmenin büyük işletme sayılması, aktif toplamı, yıllık net satış hasılatı ve çalışan sayısından oluşan üç ölçütten en az ikisinin, Kurumun belirlediği eşik değerleri art arda iki raporlama döneminde aşmasına bağlıdır; bu eşik değerler zaman içinde güncellenir, örneğin ilgili dönemde aktif toplamı için yüzlerce milyon liralık, net satış hasılatı için ise milyar lira mertebesinde tutarlar esas alınmıştır. Bu standardı uygulayan işletmeler iki yıl geçmedikçe isteğe bağlı olarak tam sete geçemez, tam set uygulayanlar da bu standarda dönebilmek için en az iki yıl tam seti uygulamış olmalıdır. Daha küçük işletmeler ve tam set uygulamayan diğer işletmeler için ise Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği ile bunu tamamlayan İlave Hususlar düzenlemesi devreye girer.

Standartların içeriğine bakıldığında, temel taşı finansal tabloların sunuluşunu düzenleyen standarttır; bu alanda ileride yürürlüğe girecek yeni bir sunum standardı mevcut sunum standardının yerini alacaktır. Standartlar bir dizi genel raporlama ilkesini zorunlu kılar. İşletmenin sürekliliği ilkesi tabloların faaliyetin süreceği varsayımıyla hazırlanmasını, tahakkuk esas nakit akış tablosu dışındaki tüm tabloların işlem ve olayların etkileri gerçekleştiğinde kaydedilmesini gerektirir. İhtiyatlılık, belirsizlik altında varlık ve gelirlerin olduğundan yüksek, yükümlülük ve giderlerin olduğundan düşük gösterilmemesini; önemlilik, benzer işlemlerden oluşan her önemli hesap sınıfının ayrı gösterilmesini; mahsup yasağı, varlık ile yükümlülüklerin ya da gelir ile giderlerin izin verilmedikçe birbirinden düşülmemesini ister. Bunlara raporlamanın yılda en az bir kez yapılması, cari dönem tutarlarının önceki dönemle karşılaştırmalı sunulması ve sunumda dönemler arası tutarlılığın korunması ilkeleri eklenir.

Standartların düzenlediği finansal tablo seti asgari olarak finansal durum tablosu, kâr veya zarar tablosu, nakit akış tablosu, özkaynak değişim tablosu ve dipnotlardan oluşur. Finansal durum tablosu varlık, yükümlülük ve özkaynakları gösterir ve kısa vade ile uzun vade ayrımıyla sunulur; normal faaliyet döngüsü içinde ya da raporlama döneminden sonraki on iki ay içinde paraya çevrilmesi beklenen varlıklar dönen, diğerleri duran varlık sayılır ve yükümlülüklerde de benzer bir ayırım uygulanır. Kâr veya zarar tablosu gelir ve giderleri ve bunların net sonucunu; özkaynak değişim tablosu özkaynak kalemlerindeki hareketleri; nakit akış tablosu ise nakit giriş çıkışlarını esas faaliyet, yatırım ve finansman faaliyetleri ayrımıyla gösterir. Standartlar ayrıca muhasebe politikalarının seçimi ile politika değişikliklerinin geriye dönük uygulanmasını, muhasebe tahminlerindeki değişikliklerin ise ileriye dönük ele alınmasını, geçmiş dönem yanlışlıklarının geriye dönük düzeltilmesini ve raporlama döneminden sonraki olayların düzeltme gerektiren ve gerektirmeyen biçiminde ikiye ayrılmasını düzenler. Bunların ötesinde hasılat, stoklar, maddi ve maddi olmayan duran varlıklar, kiralamarlar, karşılıklar, kur değişim etkileri, gelir vergileri ve konsolide tablolar gibi birçok konu ayrı standartlarla ele alınır. Son yıllarda çevresel, sosyal ve yönetim bilgilerini kapsayan sürdürülebilirlik raporlama standartları da bu düzene eklenerek finansal tablolarla tutarlı bilgi sunulması amaçlanmıştır.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.2.3 · Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1

II-14.1 Tebliği: Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamanın Esasları

KISACA

Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, kamunun zamanında, yeterli ve doğru aydınlatılması amacıyla, kapsamdaki işletmelerin düzenleyeceği finansal raporlar ile bunların hazırlanma ve sunulma esaslarını belirler. Kapsamdaki işletmeler, yatırım fonları ile konut ve varlık finansmanı fonları dışında kalan ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu işletmeler finansal tablolarını Kurumun yayımladığı Türkiye Muhasebe Standartlarını esas alarak hazırlar. Tebliğ, yıllık finansal raporların yanında belirli işletmeler için üçer, altışar ve dokuzar aylık ara dönem raporlarını ve yönetim kurulu faaliyet raporlarını zorunlu kılar. Raporların gerçeğe uygunluğundan yönetim kurulu sorumludur ve rapora sorumluluk beyanı eklenir. Tebliğ, raporların bildirim sürelerini, Kamuyu Aydınlatma Platformu ile Kurula bildirim ayrımını, internet sitesinde en az beş yıl yayında tutma yükümlülüğünü, sermaye piyasası muhasebe defterini ve çeşitli muafiyetleri ayrıntılı biçimde düzenler.

Sermaye piyasasında finansal raporlamanın kendine özgü bir düzeni vardır ve bu düzenin çerçevesini Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği çizer. Tebliğin amacı, kamunun zamanında, yeterli ve doğru biçimde aydınlatılmasını sağlamak üzere, kapsamdaki işletmelerin düzenleyeceği finansal raporlar ile bunların hazırlanmasına ve ilgililere sunulmasına ilişkin ilke, usul ve esasları belirlemektir. Tebliğin kime uygulanacağı, işletme tanımıyla ortaya konur. Bu tanıma göre işletme kavramı ihraççıları ve sermaye piyasası kurumlarını kapsar; yatırım fonları ile konut ve varlık finansmanı fonları ise kapsam dışında bırakılmıştır. İhraççı, kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç için Kurula başvuran ya da araçları halka arz edilen tüzel kişiler ve yatırım fonlarını ifade eder. Sermaye piyasası kurumları ise Kanunda sayılan yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları, bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları ile takas ve saklama kuruluşları gibi yapıları kapsar. Bu işletmeler finansal tablolarını hazırlarken Kurum tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe Standartlarını esas alır; uygulama birliğini sağlamak için gerektiğinde Kurul kararlarına da uymakla yükümlüdürler.

Tebliğ, finansal rapor düzenleme yükümlülüğünü yıllık ve ara dönem olarak ayırır. Kapsamdaki tüm işletmeler yıllık finansal raporlarını düzenlemekle yükümlüdür; konsolide tablo hazırlaması gereken yatırım ortaklıkları ise yıllık konsolide tablolarının yanında bireysel tablolarını da hazırlar. Ara dönem raporlaması ise daha dar bir gruba, örneğin araçları borsada işlem gören işletmelere, yatırım kuruluşlarına, yatırım ortaklıklarına, portföy yönetim şirketlerine ve ipotek finansmanı kuruluşlarına aittir; bunlar üçer, altışar ve dokuzar aylık dönemler için ara dönem raporu düzenler. İşletmeler ayrıca yıllık ve ara dönem yönetim kurulu faaliyet raporu da hazırlar; bu raporlar yönetim kurulu üyeleri ve üst yöneticilerin yetki ve görev süreleri, işletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve konumu, yatırımlar,

finansman kaynakları ve varsa kurumsal yönetim uyum raporu gibi hususları içerir. Ticari sır niteliğindeki bilgiler ise bu nitelikleri sürdükçe rapora konulmayabilir.

Sorumluluk konusunda tebliğ nettir. Yıllık ve ara dönem finansal raporların hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan, kusurlarına ve durumun gereklerine göre işletmenin yönetim kurulu üyeleri sorumludur; yönetim kurulu bu tabloların ve faaliyet raporlarının kabulüne dair ayrı bir karar alır. Yönetim kurulu finansal raporlamadan sorumlu olarak denetim komitesini ya da en az bir üyesini görevlendirir, ama bu görevlendirme kurulun sorumluluğunu ortadan kaldırmaz. Kamuya açıklanacak raporlara, finansal raporlamadan sorumlu yönetim kurulu üyeleri ile genel müdür veya sorumlu yöneticinin, raporu inceledikleri, önemli konularda gerçeğe aykırı ya da yanıltıcı bir eksiklik bulunmadığı ve tabloların işletmenin durumunu dürüstçe yansıttığı yönündeki beyanları eklenir.

Bildirim sürelerinde de ayrıntılı bir düzen vardır. Araçları borsada işlem gören işletmeler yıllık finansal raporlarını, bağımsız denetim raporuyla birlikte, konsolidasyon yükümlülüğü yoksa hesap döneminin bitimini izleyen altmış gün, varsa yetmiş gün içinde bildirir. Halka açık ortaklıklar bu raporları genel kurul tarihinden en az üç hafta önce ortakların incelemesine sunar; her hâlükârda yıllık raporların ilgili hesap dönemini izleyen üçüncü ayın sonuna kadar bildirilmesi gerekir. Ara dönem raporları ise konsolidasyon yükümlülüğü yoksa ilgili ara dönemin bitimini izleyen otuz gün, varsa kırk gün içinde bildirilir; ara dönem tabloları sınırlı bağımsız denetime tabiyse borsada işlem gören işletmeler için on gün, diğerleri için on beş gün eklenir. Raporların bir bölümü Kamuyu Aydınlatma Platformu aracılığıyla kamuya açıklanmak üzere bildirilirken, borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar gibi bazı işletmeler raporlarını Kurula bildirir. Raporlarını Platform aracılığıyla açıklayan işletmeler, bu raporları kolay ulaşılabilir biçimde kendi internet sitelerinde de ilan eder ve en az beş yıl süreyle kamuya açık tutar.

Tebliğ, muhasebe altyapısına ilişkin özel bir araç da getirir. Finansal tabloların tebliğe göre hazırlanması sırasında yapılan açılış, düzeltme ve sınıflandırma kayıtları, işletmelerin vergi mevzuatı uyarınca tuttıkları kanuni defterlere işlenmez; bunun yerine bu kayıtların ayrı ayrı izlendiği bir Sermaye Piyasası Muhasebe Defteri tutulur ve bu defter Kanunda ticari defterler için öngörülen süre kadar saklanır. İşletmeler diğer mevzuata göre de finansal tablo hazırlayabilir, ancak sermaye piyasası mevzuatı uyarınca kamuya açıklanacak tabloların tebliğ esaslarına uygun olması zorunludur ve tebliğe uygun hazırlanmamış raporlar kamuya yapılan açıklamalarda kullanılamaz. Bu raporların bağımsız denetiminde Kurulun bağımsız denetim düzenlemelerine uyulur. Tebliğ ayrıca işlem sırası uzun süre durdurulan, borsa kotundan çıkarılan, faaliyeti geçici durdurulan ya da tasfiye halindeki işletmeler için ara dönem raporlama muafiyetleri tanımlar. Böylece II-14.1 Tebliği, sermaye piyasasında yatırımcının güvenle karar alabilmesi için finansal bilginin nasıl, ne zaman ve kimin sorumluluğunda üretilip açıklanacağını uçtan uca düzenlemiş olur.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.3.1 • Temel Kavramlar

Bağımsız Denetimin Temel Kavramları: Amaç, Türler, Standartlar ve Yaklaşımlar

KISACA

Bağımsız denetim, bir işletmenin finansal tablolarının geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun hazırlanıp hazırlanmadığı konusunda makul güvence vermek amacıyla, yeterli ve uygun kanıtların toplanıp değerlendirilerek bir denetçi görüşüne bağlanmasıdır. Denetimin varlık nedeni, bilgiyi hazırlayan yönetim ile ona güvenmek zorunda olan taraflar arasındaki güven açığını kapatmaktır; bu ilişki asil ve vekil kavramlarıyla açıklanır. Denetim türleri finansal tablo denetimi, uygunluk denetimi ve faaliyet denetimi olarak üçe ayrılır; denetçiler ise bağımsız denetçi, iç denetçi ve kamu denetçisi biçiminde sınıflandırılır. Denetimin kalitesini denetim standartları güvence altına alır; bunlar denetçiye yol gösteren asgari kurallardır. Denetim çalışması geleneksel yaklaşımda planlama, kanıt toplama, kanıt değerlendirme ve raporlama aşamalarından geçer; zamanla merkeze riski koyan risk tabanlı yaklaşıma geçilmiştir. Sonuçta denetçi olumlu, şartlı veya olumsuz görüş bildirebilir ya da yeterli dayanak yoksa görüş bildirmekten kaçınır.

Bağımsız denetimi anlamak için önce neden var olduğunu görmek gerekir. İşletmelerde kararlar mevcut bilgilere dayanılarak alınır ve bu bilgilerin güvenilirliği denetim ile desteklenir. Burada temel sorun, işletme adına iş yapan yönetim ile o işletmeye kaynak sağlayan taraflar arasındaki bilgi asimetrisidir; bir kişi ya da kurum adına başka birinin bir hizmeti yürütmesi olarak tanımlanan asil ve vekil ilişkisinde, asilin vekilin çabası ve sonuçları hakkında tam bilgiye ulaşması güç ve maliyetlidir. Denetim, tam da bu noktada vekilin sunduğu bilgiler üzerinde bağımsız bir kontrol sağlayarak güveni pekiştirir. Bu çerçevede bağımsız denetim, denetçinin işletmelerin finansal tablolarının geçerli muhasebe ilkelerine uygun hazırlandığı konusunda makul bir güvence sağlamak amacıyla yeterli ve uygun kanıtları toplaması ve bunları değerlendirilerek bir görüş oluşturmaktır. Burada bağımsızlık, güvenilirliğin ön koşuludur; taraflı sunulan bir görüş, kullanıcıları yanlış kararlara sürükler.

Denetimin amacı, hedef kullanıcıların finansal tablolara duyduğu güven seviyesini yükseltmektir. Bu amaca, tabloların tüm önemli yönleriyle geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun hazırlanıp hazırlanmadığına ilişkin denetçi görüşüyle ulaşılır. Denetim yalnızca işletmeye değil tüm finansal tablo kullanıcılarına fayda sağlar; yönetime doğru bilgi akışı ve sağlıklı karar için zemin sunar, tabloların gerçeği yansıtıp yansıtmadığını gösterir, hile yapılmasının önlenmesine yardımcı olur, denetimden geçmiş tablolarla işletmenin düşük maliyetli finansmana ulaşmasını kolaylaştırır ve ortakların haklarının daha iyi korunmasını sağlar. Süreç, yönetimin iddiaları etrafında döner; yönetim varlıkların gerçekten var olduğunu, borçların doğru yansıtıldığını, değerlemelerin ve sınıflamaların doğru yapıldığını iddia eder, denetçi ise kanıt toplayarak bu iddiaların doğruluğunu araştırır.

Denetim, ilgi alanına göre üç temel türe ayrılır. Finansal tablo denetimi, bilanço, gelir tablosu ve nakit akım tablosu gibi tabloların genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun hazırlanıp hazırlanmadığını inceler; sonucundan yönetim, yatırımcılar, bankalar ve resmî kuruluşlar yararlanır. Uygunluk denetimi,

işletmenin faaliyetlerini yürütürken daha üst bir otoritenin koyduğu kural ve düzenlemelere uyup uymadığını araştırır; vergi otoritesinin beyanname denetimi bunun tipik örneğidir ve sonuçları genellikle dışarıya değil ilgili otoriteye ya da yönetime raporlanır. Faaliyet denetimi ise işlemlerin yöntem ve metotlarının etkinliğini ve verimliliğini değerlendirir; etkinlik amaçlara ulaşma derecesi, verimlilik ise kaynakların yerinde kullanılmasıdır. Bu alanda hazır bir ölçüt bulunmadığı için faaliyet denetimi öznel yargı içerir ve yönetim danışmanlığına yaklaşır. Denetçiler de bağlı oldukları konuma göre ayrılır: bağımsız denetçi herhangi bir kişi veya kuruluşa bağlı olmadan çalışan uzmandır; iç denetçi işletmenin bir parçası olarak üst yönetime destek verir; kamu denetçisi ise bağlı olduğu kamu kurumu adına denetim yapar.

Bir denetim görüşünün inandırıcı olabilmesi için açık, belirgin ve objektif olması, bunun için de önceden belirlenmiş ölçütlere dayanması gerekir; işte bu ölçütler denetim standartlarını oluşturur. Standartlar denetçinin niteliklerini, sorumluluklarını ve ondan beklenen çalışmayı belirleyen asgari kurallardır ve denetçiyi kısıtlamaktan çok ona yol gösterir. Uzun süredir kabul gören ve on başlıkta toplanan genel kabul görmüş denetim standartları, kaliteli bir denetimin sınırlarını çizer. Küresel ölçekte muhasebe ve denetim mesleğine yön veren Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu, denetim sürecini planlama, denetim programının yürütülmesi ve raporlama evreleri üzerinden ele alan uluslararası denetim standartlarını belirler. Bu standartlar ülkemiz mevzuatına kazandırıldığında Bağımsız Denetim Standartları adını almıştır.

Denetim çalışmasının kendisi belli bir yaklaşımla yürütülür. Geleneksel yaklaşımda denetim işin kabul edilmesiyle başlar ve raporun sunulmasıyla biter; bu yaklaşım planlama, kanıt toplama, kanıt değerlendirme ve raporlama olmak üzere dört aşamadan oluşur. Planlama, denetimin etkin yürütülmesi için bir yol haritası çizer. Kanıt, bir iddiayı doğrulayan ya da çürüten bilgidir; kanıtın test edilen amaçla ilişkili olması onun uygunluğunu, denetçiyi ikna etme gücü ise ikna ediciliğini gösterir. Denetçi kanıtı değerlendirirken önemlilik ve makul güvence kavramlarını göz önünde bulundurur. Sürecin sonunda denetçi görüşünü açıklar. Tablolar yeterli düzeyde kamuyu aydınlatarak ilkelere uygun sunulmuşsa ve kapsam sınırlaması yoksa olumlu görüş verilir; kimi durumlarda görüşü etkilemeyen açıklayıcı ifadeler eklenebilir. İlkelerden önemli sapmalar ya da kapsam sınırlamaları bulunmakla birlikte tabloların bütününe gölge düşmüyorsa şartlı görüş, tablolar bütünüyle hatalıysa olumsuz görüş bildirilir; temel belirsizlikler veya ağır kapsam sınırlamaları nedeniyle denetçi bir sonuca ulaşamıyorsa görüş bildirmekten kaçınır. Zamanla, denetimin merkezine risk unsurunu koyan risk tabanlı yaklaşıma geçilmiştir; bu yaklaşım risk değerlendirme, riske karşılık verme ve raporlama aşamalarından oluşur ve doğal risk, kontrol riski ile tespit riskini bir arada ele alan denetim riski modelini kullanarak denetçinin yüksek riskli alanlara odaklanmasını sağlar.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.3.2 · Bağımsız Denetime İlişkin Düzenlemeler

Bağımsız Denetimin Hukuki Çerçevesi: TTK, KGK ve İlgili Düzenlemeler

KISACA

Bağımsız denetim, birbirini tamamlayan düzenlemelerden oluşan bir çerçeve içinde yürür. Türk Ticaret Kanunu, denetime tabi anonim şirketlerin finansal tablolarının Türkiye Denetim Standartlarına göre denetleneceğini hükme bağlar; denetime tabi olacak şirketleri ise Cumhurbaşkanı belirler. Denetlenmesi gerektiği hâlde denetlenmemiş tablolar düzenlenmemiş sayılır. Bağımsız denetimin kamu gözetimini, standart belirlemeyi ve denetçilerin yetkilendirilmesini yürüten kurum, 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile kurulan Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumudur. Bağımsız Denetim Yönetmeliği, denetçi ve denetim kuruluşu ile kamu yararını ilgilendiren kuruluş gibi temel tanımları, yetkilendirmeyi, uygulamalı eğitim şartını, bağımsızlık ilkelerini ve reklam yasağını düzenler. Sermaye piyasasında denetim ayrıca Seri:X, No:22 sayılı Tebliğ ile ele alınır. Bir şirketin denetime tabi olması ise aktif toplamı, net satış hasılatı ve çalışan sayısından oluşan ölçütlerden en az ikisinin belirlenen eşikleri aşmasına bağlıdır.

Bağımsız denetimin nasıl yapılacağı tek bir metinde değil, birbirini tamamlayan düzenlemeler bütününde yer alır. Bu bütünün ilk halkası Türk Ticaret Kanunudur. Kanuna göre denetime tabi olan anonim şirketlerin ve şirketler topluluğunun finansal tabloları, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunca yayımlanan ve uluslararası standartlarla uyumlu olan Türkiye Denetim Standartlarına göre denetlenir; yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunda yer alan finansal bilgilerin denetlenen tablolarla tutarlı olup olmadığı da denetim kapsamındadır. Kanun burada güçlü bir yaptırım koyar: denetime tabi olduğu hâlde denetlettirilmemiş finansal tablolar ile yıllık faaliyet raporu düzenlenmemiş sayılır. Denetime tabi olacak şirketler Cumhurbaşkanınca belirlenir. Denetim; envanterin, muhasebenin, standartların öngördüğü ölçüde iç denetimin, riskin erken saptanması komitesi raporunun ve yönetim kurulu faaliyet raporunun incelenmesini kapsar ve şirketin durumunun dürüst resim ilkesine uygun yansıtılıp yansıtılmadığını değerlendirir. Dürüst resim ilkesi, tabloların şirketin malvarlığını, borçlarını, özkaynaklarını ve sonuçlarını tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir ve gerçeğe sadık biçimde göstermesini ifade eder.

Kanun ayrıca denetçinin nasıl seçileceğini ve kimin denetçi olabileceğini de düzenler. Denetçi şirket genel kurulunca seçilir ve her faaliyet dönemi için görev süresi bitmeden seçilmesi şarttır; seçim ticaret siciline tescil edilir ve ilan olunur. Denetçiden denetleme görevi ancak başka bir denetçi atanmışsa ve haklı bir sebep varsa mahkeme kararıyla geri alınabilir. Denetçi olabilecekler, ilgili meslek kanununa göre ruhsat almış yeminli mali müşavir ya da serbest muhasebeci mali müşavir unvanını taşıyan ve Kurumca yetkilendirilen kişiler ile ortakları bu kişilerden oluşan sermaye şirketleridir. Bağımsızlığı zedeleyen bir dizi hâlde denetçi olunamaz; örneğin denetlenecek şirkette pay sahibi olmak, şirketin yöneticisi ya da çalışanı olmak veya yakın zamanda olmuş bulunmak, şirketle belirli bir

oranın üzerinde ortaklık ilişkisi taşımak ya da şirketin defterlerinin tutulmasına veya tablolarının düzenlenmesine denetim dışında katkıda bulunmuş olmak bu engeller arasındadır.

Çerçevenin kurumsal ayağını 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname oluşturur. Bu düzenlemeyle kurulan Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu; uluslararası standartlarla uyumlu Türkiye Muhasebe Standartlarını oluşturup yayımlamak, bağımsız denetimde uygulama birliğini, güveni ve kaliteyi sağlamak, denetim standartlarını belirlemek, bağımsız denetçi ve denetim kuruluşlarını yetkilendirip faaliyetlerini denetlemek ve bu alanda kamu gözetimi yapmakla görevlidir. Kurum kamu tüzel kişiliğini haiz ve idari özerkliğe sahip bir yapıdır ve karar organı Cumhurbaşkanınca atanan dokuz üyeden oluşur. Kurumun uygulama düzenlemesi ise Bağımsız Denetim Yönetmeliğidir. Yönetmelik, temel kavramları tanımlar; bağımsız denetçiyi Kurumca yetkilendirilen meslek mensubu, bağımsız denetim kuruluşunu ise ortakları meslek mensuplarından oluşan ve Kurumca yetkilendirilen sermaye şirketi olarak belirler. Yönetmelik, halka açık şirketleri, bankaları, sigorta ve emeklilik şirketlerini, sermaye piyasası kanununda tanımlı ihraççı ve sermaye piyasası kurumlarını kapsayan kamu yararını ilgilendiren kuruluşları da tanımlar; bu kuruluşların denetimi yalnızca denetim kuruluşlarınca üstlenilebilir.

Yönetmelik denetim mesleğine giriş ve mesleğin yürütülmesine ilişkin esasları da koyar. Denetçi olmak isteyenlerin en az üç yıl süreyle bir denetçi yanında ya da denetim kuruluşunda uygulamalı mesleki eğitim alması şarttır; belli sürelerde bu şart aranmayabilir. Yetkilendirilen kuruluş ve denetçiler Kurumca elektronik ortamda tutulan resmî sicile kaydedilir ve sicilde yer almayanlar denetim yapamaz. Bağımsızlık, denetimin özünde yer alır ve iki boyutta ele alınır. Esasta bağımsızlık, denetçinin dürüstlük, tarafsızlık ve mesleki şüphecilik içinde, muhakemesini olumsuz etkileyecek tesirlerden uzak görüş açıklamasıdır. Şekilde bağımsızlık ise makul ve bilgili üçüncü kişilerde tarafsızlıktan ödün verildiği izlenimi doğurabilecek durum ve davranışlardan kaçınmaktır. Denetçiler denetledikleri kuruluşun karar mekanizmalarına katılamaz ve belirli danışmanlık hizmetleri dışında ek hizmet veremez. Yönetmelik ayrıca reklam yasağı getirir; denetçiler doğrudan ya da dolaylı reklam yapamaz, ancak tanıtıcı broşür hazırlamak veya bilimsel yayın ve seminer gibi faaliyetlerde bulunmak belirli sınırlar içinde mümkündür.

Sermaye piyasasında denetimin özel çerçevesini ise Seri:X, No:22 sayılı Tebliğ çizer; bu tebliğ sermaye piyasasında bağımsız denetimin standart, ilke ve esaslarını belirler ve borsada işlem gören ortaklıklar ile sermaye piyasası kurumlarının denetimini kapsar. Tebliğ, belli işletmelerin altı aylık ara dönem tablolarının sınırlı bağımsız denetime tabi olduğunu düzenler; ayrıca halka arz, birleşme, bölünme, devir veya tasfiye gibi durumlarda yapılan özel bağımsız denetimi de tanımlar. Bir şirketin genel olarak bağımsız denetime tabi olup olmadığı ise Cumhurbaşkanı Kararıyla belirlenir. Bazı şirketler herhangi bir ölçüte bağlı olmaksızın bir listeye doğrudan denetime tabi tutulurken, diğerleri için üç ölçüt esas alınır: aktif toplamı, yıllık net satış hasılatı ve çalışan sayısı. Bu ölçütlerden en az ikisine ait eşik değerleri art arda iki hesap döneminde aşan şirketler izleyen dönemden itibaren denetime tabi olur; bu eşikler zaman içinde kademeli olarak düşürülerek kapsam genişletilmiştir. Aynı mantıkla, art arda iki dönem ölçütlerin altında kalan ya da bir dönemde belirgin biçimde altına inen şirketler denetim kapsamından çıkar. Böylece bağımsız denetim, ticaret hukukundan sermaye piyasası mevzuatına ve kamu gözetimine kadar uzanan bütünlüklü bir düzenleme ağıyla güvence altına alınmış olur.

5. KREDİ DERECELENDİRMESİ

İçindekiler

5.1.1 - Genel Esaslar

Kredi Derecelendirmesinin Genel Esasları: Tanım, İşlev ve Makroekonomik Yararlar

KISACA

Kredi derecelendirmesi, en yalın tanımıyla bir borçlunun kredi riski hakkında kredi derecelendirme kuruluşlarınca oluşturulan görüştür; Standard & Poor's bunu, borçlunun finansal yükümlülüğünün tamamını zamanında geri ödeme kapasitesi ve istekliliği hakkındaki görüş olarak tanımlar.

Derecelendirmeye konu olan taraf bir devlet, finansal kuruluş, şirket ya da ihraç edilen bir finansal varlığın kendisi olabilir. Verilen not bağımsız bir görüştür, büyük çoğunluğu kamuya açıklanır ve borçlunun kredi değerliliğini diğer borçlulara göre nisbî olarak ifade eder. Kolay anlaşılabilir diye AAA ya da BB- gibi sembollere dönüştürülür. Buna karşılık bir derece; satın alma, satma ya da elde tutma önerisi değildir, temerrüt olasılığının yüzdesel bir ifadesi değildir, tahvil fiyatları hakkında yorum içermez ve gelecekteki kredi riski için bir garanti oluşturmaz. Dereceler şirketlerin ve hükümetlerin sermaye piyasalarından doğrudan fon bulmasını kolaylaştırır; yatırımcılar, aracı kuruluşlar, borç ihraç edenler, işletmeler, finansal kurumlar ve bankalar bu dereceleri kullanır. Böylece taraflar arasındaki bilgi eşitsizliğinden doğan temsil maliyetleri azalır ve piyasalar daha etkin çalışır.

Kredi derecelendirmesini anlamak için önce neyin ölçülmeye çalışıldığına bakmak gerekir. En yalın tanımıyla kredi derecelendirmesi, bir borçlunun kredi riski hakkında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından oluşturulmuş bir görüştür. Standard & Poor's bu görüşü, kuruluşun borçlunun finansal yükümlülüğünün tamamını zamanında geri ödeme kapasitesi ve istekliliği hakkındaki değerlendirmesi olarak tanımlar. Derecelendirmeye konu olan taraf tek bir tür değildir; bir devlet, bir finansal kuruluş, bir şirket ya da doğrudan ihraç edilen bir finansal varlığın kendisi derecelendirilebilir. Verilen not bağımsız bir görüşü ifade eder ve büyük çoğunluğu kamuya açıklanır. Burada altı çizilmesi gereken nokta, notun mutlak değil nisbî bir değerlendirme olmasıdır: bir borçlunun kredi değerliliğini diğer borçlulara göre, göreceli olarak konumlandırır. Dereceler hem derecelendirme komitelerinin uzman görüşlerini hem de kantitatif değerlendirmeleri içerir; bu yüzden bir dereceyi üreten formel kurallara ya da hazır bir veri setine ulaşmak mümkün değildir.

Kredi görüşleri, kolay anlaşılabilir diye sembollere dönüştürülür; AAA ya da BB- gibi harf ve işaret bileşimleri bunun tipik örnekleridir. Ancak bu sembollerin ne anlama gelmediğini bilmek, ne anlama geldiğini bilmek kadar önemlidir. Bir kredi derecesi; satın alma, satma veya elde tutma önerisi değildir. Temerrüt olasılığının yüzdesel bir ifadesi de değildir ve tahvil fiyatları hakkında herhangi bir yorum içermez. Derecelendirme kuruluşları cari ve geçmiş bilgileri değerlendirip ileriye dönük görülebilir olayların olası etkilerini dikkate alsa da verilen not, kredi kalitesinin ya da gelecekteki kredi riskinin düzeyi için bir garanti oluşturmaz. Yani derece, geleceği kesin olarak söyleyen bir kehanet değil, mevcut bilgiyle oluşturulmuş nisbî bir risk görüşüdür.

Borçlu açısından bakıldığında derecelendirme çoğu zaman bir tercih değil, bir zorunluluktur. Tahvil ihraç etmek isteyen bir borçlu için derecelendirilmiş olmak neredeyse şarttır; birçok ülkede

derecelendirilmemiş bir borç enstrümanını piyasaya sunmak oldukça güçtür. Bunun nedeni, pek çok yatırım fonu ve emeklilik fonunun borç enstrümanlarına yatırım yaparken kredi derecelerine dayanan kurallar uygulamasıdır; belli bir notun altındaki enstrümanlara yatırım yapmamak bunun tipik bir örneğidir. Yatırım şirketlerinin yanı sıra merkez bankaları ve diğer kamu otoriteleri de yatırım kararlarını rating düzeylerine bağlayan kurallar koyabilir. Buna karşılık ihraç ettiği borç nitelikli varlıkları derecelendiren kurumlar, daha geniş bir krediör tabanına ve daha çeşitli borç ürünlerine erişme olanağı kazanır.

Kredi derecelerinin asıl işlevi, şirketlerin ve hükümetlerin sermaye piyasalarından fon bulmasını kolaylaştırmaktır. Bankadan kredi kullanmak yerine tahvil ihraç ederek doğrudan yatırımcılardan borçlanmak isteyen devletler ve şirketler, kredi dereceleri sayesinde ihraçlarına talip olan yatırımcılara kendi kredi değerlilikleri hakkında bilgi sunmuş olur. Böylece dereceler; etkin, geniş bir çevrede kabul görmüş, uzun vadeli ve nisbî bir kredi riski ölçüsü sağlayarak tahvil ihraç etme ve satın alma süreçlerini kolaylaştırır. Yatırımcılar da kendi risk tolerans düzeyleri ile ihraççının kredi riskini eşleştirmek için bu dereceleri bir araç olarak kullanır. Sonuçta hükümetler ve belediyeler kamu projeleri için, şirketler ise genişleme ve araştırma-geliştirme faaliyetleri için piyasalardan daha rahat fon sağlayabilir.

Kredi derecelerini kimlerin kullandığına bakıldığında karşımıza birbirini tamamlayan birkaç kesim çıkar. İlk sırada yatırımcılar gelir; yatırım kararı alırken ve portföylerini yönetirken kredi riskini değerlendirmek, farklı ihraççıları ve farklı borç enstrümanlarını karşılaştırmak için derecelere başvururlar. Yatırım fonları, emeklilik fonları, bankalar ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar bu dereceleri hem kendi analizlerini desteklemek hem de kredi riski için bir eşik oluşturmak amacıyla kullanır. Aracı kuruluşlar, özellikle yatırım bankacıları, farklı borç enstrümanlarının görece riskini karşılaştırmak ve yapılandırdıkları ihraçların faiz oranlarını belirlemek için derecelerden yararlanır. Borç ihraç edenler ise piyasaya kendi görece kredi değerlilikleri hakkında bağımsız bir görüş sunmak için dereceleri kullanır; burada temel kural, yüksek notun yüksek kredi değerliliği anlamına gelerek daha düşük faiz, düşük notun ise zayıf kredi değerliliği anlamına gelerek daha yüksek faiz getirmesidir. Doğru bilgilendirme sayesinde daha ucuz fon bulan şirketlerin sermaye maliyeti düşer, yatırımlarının net getirisi ve dolayısıyla şirket değeri artar. Kredi duyarlı işlemler yapan işletmeler ve finansal kurumlar, karşı taraf riskini, yani bir sözleşmede karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirmeme riskini değerlendirirken de derecelere başvurur. Son olarak bankalar, sermaye yeterliliklerini hesaplarken Basel II uzlaşısına göre kredi riskinin ölçümünde derecelerden yararlanabilir; kredi riskinin hesaplanmasında kullanılan standart yöntemde bankalar dışsal derecelendirme kuruluşlarının notlarını kullanabilir.

Bütün bu kullanımların ötesinde kredi derecelerinin bir de makroekonomik boyutu vardır. Finansal aracı kuruluşlar, yatırımcılardan fon talep edenlere kaynak aktarırken bu fonları fiyatlar; aktarım maliyeti ne kadar düşükse ekonominin işleyişi de o kadar etkin olur. Fonlar ucuzladıkça hükümetler ve yerel yönetimler topluma yararlı projeleri daha kolay hayata geçirir, kamuya olan maliyet düşer; şirketler açısından ise daha ucuz fon, daha düşük sermaye maliyeti, daha fazla büyüme, daha fazla yatırım ve sonuçta daha yüksek firma değeri demektir. Büyüyen şirketler daha fazla istihdam yaratır, dolayısıyla düşük fon maliyetinden yararlanmayacak taraf yoktur. Borcun maliyetini gösteren faiz oranını ise birkaç bileşenin toplamı olarak düşünmek öğreticidir: risksiz faiz oranına geri ödenmeme

riski, vade riski, likidite riski ve ülke riski eklenir; risksiz faiz oranının kendisi de reel faiz ile beklenen enflasyonun bileşiminden oluşur. Bu bileşenlerden geri ödenmeme riski ile ülke riski doğrudan, risksiz faiz oranı ise dolaylı olarak kredi dereceleriyle ilgilidir.

Geri ödenmeme riski, borç ihraççıların yükümlülüklerini yerine getirememesi riskidir ve kredi dereceleri tam da bu konuda, yani ihraççıların kredi değerliliği hakkında piyasalara bağımsız ve tarafsız görüş sunar. Piyasaların doğru bilgilendirilmesi, taraflar arasındaki bilgi eşitsizliğinden doğan temsil maliyetlerini azaltır; böylece geri ödenmeme risk primi daha doğru saptanır ve asimetrik bilgiden kaynaklanan etkinsizlik geriler. Dereceler aynı zamanda fonların daha etkin kullanılmasını sağlar: kredi değerliliği çok düşük firmalara fon hiç akamayabilirken, kredi değerliliği yüksek firmalar daha kolay ve daha ucuz fon bulur; bu da kaynağın çok riskli yerlerde israf edilmesini önleyerek makro etkinliği artırır. Ülke riski de borç maliyetini etkileyen önemli bir değişkendir; ülke notu yükseldikçe faize katkısı azalır, yüksek ülke riski ise reel faizleri yükselterek risksiz faiz oranını da olumsuz etkiler. Ancak bütün bu yararların gerçekleşmesi, derecelerin zamanında, doğru ve tarafsız verilmiş olmasına bağlıdır. Risklerin doğru belirlenememesi ve gerçekte oluşan risklerin fiyatlara yansımaması piyasalarda balonlara yol açabilir; gizlenen riskler sonradan ortaya çıktığında bu balonlar patlar ve ülke sınırlarını aşan finansal krizlere dönüşebilir. Kaldı ki günümüz koşullarında derecelendirme kuruluşlarının bu konuda her zaman başarılı olduğunu söylemek güçtür; Arjantin'in ülke notunun 2014'teki iflasının ardından düşürülmesi bunun akılda kalıcı bir örneğidir.

5. KREDİ DERECELENDİRMESİ

İçindekiler

5.1.2 · Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VIII, No: 51

Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti: Kuruluş Yetkisi, Bağımsızlık ve Piyasa İşlevi

KISACA

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti, borçlunun veya ihraç edilen finansal aracın kredi riski hakkında bağımsız ve kamuya açıklanan bir görüş oluşturulmasına dayanır. Bu görüş, borçlunun hukuki durumunu ya da muhasebe denetimini tek başına belgeleyen bir rapor değil, borcun geri ödenebilme kapasitesi ve isteği üzerine kurulmuş analitik bir değerlendirmedir. Derecelendirme kuruluşlarının temel işlevi, yatırımcılar, bankalar, borç ihraççıları ve aracı kuruluşlar gibi piyasa aktörleri için kredi riskini daha görünür hâle getirmektir. Bu nedenle faaliyetin güvenilirliği, kuruluşun yetkilendirilmiş olması, anonim şirket yapısı, uzman personel niteliği, bağımsızlık ve çıkar çatışmalarından uzak durma ilkeleriyle birlikte düşünülür. Derecelendirme notları çoğu zaman harflerle ve artı-eksi işaretleriyle ifade edilse de notun arkasındaki asıl değer, riskin tutarlı, karşılaştırılabilir ve piyasa tarafından anlaşılabilir biçimde yorumlanmasıdır.

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti, kredi riskinin piyasa diliyle ifade edilmesini sağlayan kurumsal bir mekanizmadır. Derecelendirme, bir borçlunun veya ihraççının borcunu geri ödeme isteği ve kapasitesi hakkında oluşturulan bağımsız görüştür. Bu tanım özellikle önemlidir; çünkü derecelendirme, borçlu şirketin sadece hukuki statüsünü anlatan bir belge, bağımsız denetim raporu ya da kredi kuruluşunun iç kullanım için hazırladığı sıradan bir dosya değildir. Piyasa açısından anlamı, borcun taşıdığı riskin bağımsız bir kuruluş tarafından analiz edilmesi ve bu görüşün yatırım kararlarında, fiyatlamada ve risk yönetiminde kullanılabilecek şekilde kamuya açıklanmasıdır.

Derecelendirme faaliyetinde bulunan kuruluşların yetkilendirilmesi, faaliyetin güvenilirliğinin ilk halkasını oluşturur. Sermaye piyasasında derecelendirme yapabilecek kuruluşlar, yetkisi ve niteliği belirli olan, Türkiye’de kurulmuş derecelendirme kuruluşları olarak düşünülür. Kuruluşun anonim şirket şeklinde yapılması, faaliyetin kurumsal sorumluluk ve süreklilik içinde yürütülmesine hizmet eder. Bu yaklaşım, derecelendirme görüşünün kişisel kanaat düzeyinde kalmamasını, belirli yöntemlere, uzmanlığa, iç süreçlere ve kamusal hesap verebilirliğe bağlanmasını sağlar.

Derecelendirme uzmanlarının niteliği de bu çerçevenin ayrılmaz parçasıdır. Kredi riski, finansal tabloların okunmasını, borçlunun nakit yaratma kapasitesinin anlaşılmasını, sektör ve piyasa koşullarının yorumlanmasını gerektirir. Bu yüzden uzmanlık sadece teknik oran hesaplamasından ibaret değildir; analistin finans, muhasebe, ekonomi ve işletme mantığını birlikte okuyabilmesi gerekir. Kaynakta derecelendirme uzmanı için lisans düzeyinde en az dört yıllık eğitim şartının vurgulanması, bu işin basit bir sınıflandırma işlemi değil, profesyonel muhakeme gerektiren bir faaliyet olduğunu gösterir.

Derecelendirme notları piyasa iletişimde genellikle harflerle ifade edilir. A, B, C gibi notlar ve bunların artı ya da eksi işaretleriyle ayrıntılandırılması, karmaşık kredi riskinin anlaşılır bir sınıflandırmaya dönüştürülmesini sağlar. Ancak notun harf biçiminde açıklanması, derecelendirmenin mekanik bir etiket olduğu anlamına gelmez. Not, borçlunun ödeme kapasitesi, finansal yapı, faaliyet performansı, borç yükü, nakit akışı, yönetim kalitesi ve dış çevre koşulları gibi çok sayıda unsurun birlikte değerlendirilmesinin sonucudur.

Bu faaliyet kredi skrolama ile karıştırılmamalıdır. Skrolama, özellikle beklenen kayıp denkleminde temerrüt olasılığını hesaplamaya yönelik istatistiksel bir modeldir. Derecelendirme ise doğrudan istatistiksel başarısızlık olasılığına indirgenmeyen, uzman kuruluşlarca açıklanan bağımsız görüştür. Skrolama sonuçları istenirse notlara kalibre edilebilir; fakat derecelendirme notunun işlevi, tek başına model çıktısını duyurmak değil, borçlunun kredi riskini piyasa tarafından kullanılabilir bir görüş hâline getirmektir.

Derecelendirmenin piyasadaki işlevi şeffaflık üzerinden anlaşılır. Borç ihraççıları, bankalar, yatırımcılar ve aracı kuruluşlar kredi derecelerini kullanarak risk düzeyini karşılaştırabilir, risk bazlı fiyatlama yapabilir ve yatırım veya kredi tahsis kararlarında daha tutarlı davranabilir. Buna karşılık bağımsız denetim kuruluşlarının rolü derecelendirme notunu kullanan piyasa tarafı olmaktan ziyade finansal raporların güvenilirliği alanında konumlanır. Bu ayırım, derecelendirme faaliyetinin finansal raporlama ve denetimden farklı bir uzmanlık alanı olduğunu açık biçimde ortaya koyar.

Sonuç olarak Tebliğ kapsamındaki düzenleme mantığı, derecelendirme görüşünün piyasa güveni üretebilmesi için kuruluş, uzmanlık, yöntem ve bağımsızlık şartlarını birlikte ele alır. Derecelendirme notu yatırımcıya kesin getiri vaadi sunmaz, borçlunun asla temerrüde düşmeyeceğini garanti etmez ve yatırım tavsiyesiyle özdeşleşmez. Onun asıl değeri, kredi riskinin sistemli biçimde analiz edilmesi, karşılaştırılabilir bir ifadeye kavuşturulması ve sermaye piyasasında bilgi asimetrisinin azaltılmasıdır.

5. KREDİ DERECELENDİRMESİ

İçindekiler

5.2 · Kredi Riski Ölçümü

Kredi Riski Ölçümü: Temerrüt Olasılığı, Beklenen Kayıp ve Model Ayırıştırma Gücü

KISACA

Kredi riski ölçümü, borçlunun yükümlülüğünü yerine getirmeme ihtimalini ve bu gerçekleştiğinde doğacak zararı sayısallaştırmaya çalışır. Temel çerçevede beklenen kayıp, temerrüt olasılığı, temerrüt hâlinde kayıp ve temerrüt anındaki risk tutarının çarpımıyla düşünülür. Bu yapı, kredi riskini sadece borçlunun batıp batmaması olarak değil, temerrüdün olasılığı, gerçekleşirse kaybın şiddeti ve o anda açıkta kalan risk bakiyesi üzerinden okur. Skorlama modelleri özellikle temerrüt olasılığını üretir; ticari kredilerde bu not hem fiyatlama hem limit için kullanılabilirken, perakende kredilerde çoğu zaman kabul-red ve limit tayinlaması işlevi görür. Ölçümün kalitesi ise modelin batan ve batmayan borçluları ne ölçüde ayırabildiğiyle değerlendirilir. K-S, Gini, ROC, AUC ve CAP gibi ölçüler bu ayırıştırma gücünü test eder.

Kredi riski ölçümü, kredi kararını sezgisel bir kanaatten çıkarıp sayısal ve yönetilebilir bir çerçeveye yerleştirir. Kredi veren açısından asıl soru yalnızca borçlunun bugün iyi görünüp görünmediği değildir; borçlunun sözleşmede üstlendiği yükümlülüğü yerine getirmeme olasılığı, bu olasılık gerçekleşirse ne kadar kayıp doğacağı ve temerrüt anında hangi tutarın riske açık kalacağı birlikte değerlendirilir. Bu nedenle kredi riski ölçümünün merkezinde beklenen kayıp mantığı yer alır.

Beklenen kayıp, temerrüt olasılığı, temerrüt hâlinde kayıp ve temerrüt anındaki risk tutarının çarpımıyla ifade edilir. Temerrüt olasılığı, borçlunun yükümlülüğünü yerine getirmeme ihtimalidir. Temerrüt hâlinde kayıp, borcun geri dönmemesi durumunda uğranacak zararı anlatır. Temerrüt anındaki risk tutarı ise temerrüt gerçekleştiği anda bankanın veya kredi verenin üzerinde taşıdığı açık risk bakiyesidir. Bu üç unsurun birlikte kullanılması, aynı nominal tutardaki iki kredinin gerçekte aynı riskte olmayabileceğini gösterir; teminat kalitesi, tahsil edilebilirlik, limit kullanımı ve borçlu davranışı riski değiştirebilir.

Kredi skorlama modelleri bu yapının özellikle temerrüt olasılığı ayağına hizmet eder. Skorlama, istatistiksel yöntemlerle borçlunun başarısızlık olasılığını tahmin etmeye çalışır. Perakende kredilerde bu modeller çoğu zaman kabul veya red kararına bağlanır; belirli bir sınırın altında kalan başvuru reddedilir, üstünde kalan başvuru kabul edilebilir. Perakende tarafta risk bazen doğrudan farklı fiyat vermek yerine kredi tayinlamasıyla yönetilir; daha yüksek nota daha yüksek limit, daha düşük nota daha düşük limit tahsis edilmesi bu mantığın sonucudur. Ticari kredilerde ise sınırın üzerinde kalan notlar için fiyatlama ve limit birlikte değişebilir; daha iyi not daha düşük kredi fiyatı ve daha yüksek limit anlamına gelebilir.

Skorlama sistemlerinde başvuru not çizelgeleri ile davranış not çizelgeleri ayrımı da önemlidir. Başvuru not çizelgesi, bankayla daha önce ilişkisi olmayan müşteriler için dışsal ve başvuru anındaki bilgilerle çalışır. Davranış not çizelgesi ise müşteri bankayla çalıştıkça biriken ödeme davranışı verisini kullanır. Bu

nedenle davranış modellerinin ayrıştırma gücü çoğu zaman daha yüksektir; çünkü borçlunun sadece kim olduğu değil, borcunu ödeme sürecinde nasıl davrandığı da modele girer.

Modelin iyi olup olmadığı, batan ve batmayan borçluları ayırma gücüyle sınırlanır. K-S değeri yükseldikçe modelin iki grubu ayırt etme başarısı artar. Gini katsayısı sıfır ile bir arasında düşünülür; bire yaklaşan değerler güçlü ayrıştırmayı, sıfıra yaklaşan değerler ayrıştırma gücünün zayıflığını gösterir. ROC eğrisi ve eğrinin altında kalan alan olan AUC de benzer biçimde yorumlanır. AUC değerinin 0,5 olması ayrıştırma gücünün olmadığını, bire yaklaşması modelin çok güçlü ayırdığını ifade eder. CAP yaklaşımında da modelin isabet oranı, model eğrisi ile referans doğrular arasındaki alan ilişkisiyle değerlendirilir.

Kredi riski ölçümünde modelin kurulması kadar sınanması da gerekir. Backtesting, modelin farklı dönemlerde veya farklı örneklemeler üzerinde açıklama gücünü sınar. Benchmarking, model sonuçlarını piyasa bilgileri veya diğer derecelendirme kuruluşlarının notları gibi dış kaynaklarla karşılaştırır. Kalibrasyon, modelin ölçtüğü temerrüt olasılıklarının gerçekleşen temerrüt olasılıklarıyla ne kadar uyumlu olduğunu kontrol eder. Stres testi ise olumsuz ekonomik koşullar altında notların ve zararların nasıl değişebileceğini simüle eder. Böylece kredi riski ölçümü, tek defalık bir not üretme işlemi olmaktan çıkar; zaman içinde izlenen, test edilen ve ekonomik koşullara karşı duyarlılığı ölçülen bir risk yönetimi sürecine dönüşür.

5. KREDİ DERECELENDİRMESİ

İçindekiler

5.3 - Finansal Analiz

Finansal Analiz: Oranlar, Nakit Akımı ve Kredi Değerlendirmesinde Yorumlama

KISACA

Finansal analiz, kredi değerlendirmesinde borçlunun ödeme gücünü finansal tablolar üzerinden anlamaya yarar. Gelir tablosu firmanın dönem içindeki performansını, bilanço belirli bir tarihteki varlık ve kaynak yapısını gösterir; bu iki tablo birbirinden kopuk okunamaz. Oran analizi, tablo kalemleri arasındaki ilişkileri sayısallaştırır fakat asıl değer oranı hesaplamakta değil, oranı geçmiş dönem, sektör ve kabul görmüş ölçütlerle yorumlamaktadır. Likidite oranları kısa vadeli borç ödeme gücünü, kaldıraç oranları borç kullanımının yarattığı riski, devir hızları varlıkların satışa ve nakde dönüşme etkinliğini, kârlılık oranları faaliyet ve sermaye getirilerini, büyüme oranları ise performansın reel olarak korunup korunmadığını gösterir. Nakit akım analizi bu resmi tamamlar; çünkü borcun asıl geri ödeme kaynağı muhasebe kârından çok faaliyetlerden yaratılan nakittir.

Finansal analiz, kredi derecelendirmesinin analitik omurgasını oluşturur. Bir borçlunun kredi riski değerlendirilirken yalnızca kâr açıklayıp açıklamadığına bakmak yeterli değildir; bu kârın hangi faaliyetlerden doğduğu, bilanço yapısının ne kadar sağlam olduğu, varlıkların ne ölçüde likit olduğu ve borçların hangi kaynaklarla ödenebileceği birlikte incelenir. Gelir tablosu dönem içindeki satış, maliyet, faaliyet kârı, finansman gideri ve net kâr akışını gösterirken, bilanço belirli bir tarihte firmanın varlıklarını, borçlarını ve özsermayesini ortaya koyar. Bu iki tablo birbirine bağlıdır; kâr kalemi bilançoju etkiler, bilanço yapısı da gelecekteki kâr ve nakit üretme kapasitesini sınırlar.

Oran analizi, finansal tablolardaki iki kalem arasındaki ilişkiyi ölçer. Ancak oran hesaplamak tek başına amaç değildir. Bir cari oran, borç/özsermaye oranı veya aktif devir hızı, ancak yorumlandığında anlam kazanır. Yorum için üç temel karşılaştırma zemini vardır: genel kabul görmüş oranlar, firmanın geçmiş dönem oranları ve sektör ortalamaları ya da benzer şirket oranları. Bu karşılaştırma yapılmadan tek bir oran rakamı kredi kalitesi hakkında güvenilir sonuç vermez.

Likidite oranları, firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme gücünü ölçer. Cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle bulunur ve paraya kolay dönüşebilecek varlıkların kısa vadeli borçları karşılayıp karşılamadığını gösterir. Asit test oranı daha tutucu bir ölçüdür; stoklar diğer dönen varlıklara göre paraya dönüşmesi daha riskli görüldüğü için dönen varlıklardan çıkarılır. Bu oranların düşüş trendi, özellikle alacak tahsil süresi uzun ya da stok taşıma ihtiyacı yüksek işletmelerde borç ödeme baskısına işaret edebilir.

Finansal yapı oranları, firmanın varlıklarını hangi ölçüde borçla finanse ettiğini gösterir. Borcun maliyeti aktif kârlılığının altında kaldığında borç kullanımı özsermaye kârlılığını artırabilir; buna olumlu finansal kaldıraç etkisi denir. Fakat borç aynı zamanda faiz ve anapara ödemesi gerektirdiği için sabit nakit çıkışı yaratır. Toplam borç/özsermaye, toplam borç/aktif toplamı, özsermaye/aktif toplamı, kısa vadeli borç/toplam borç ve finansal borçların toplam borç ya da satışlara oranı bu riskin farklı yüzlerini okur.

Borcun ve özellikle kısa vadeli veya finansal borcun artışı, nakit akımı zayıf firmalarda iflas riskini büyütür.

Devir hızı oranları, aktiflerin ne kadar etkin kullanıldığını gösterir. Alacak devir hızı, satışların ticari alacaklara oranıyla alacakların yılda kaç kez tahsil edildiğini; stok devir hızı, satılan malın maliyetinin stoklara oranıyla stokların ne kadar hızlı paraya dönüştüğünü; ticari borç devir hızı ise firmanın tedarikçilerine olan borcunu hangi hızda ödediğini anlatır. Sabit varlık ve toplam aktif devir hızları, yapılan yatırımların satış yaratma kapasitesini gösterir. Bu oranlarda yön kadar işletmenin faaliyet yapısı da önemlidir; örneğin ticari borç süresinin uzaması maliyetsiz kaynağın daha uzun kullanılması anlamına gelebilir, fakat aşırı uzama ödeme güçlüğüne de işaret edebilir.

Kârlılık oranları satış kârlılığı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı üzerinden okunur. Brüt kâr marjı maliyetlerin satış içindeki payını; faaliyet kâr marjı ana faaliyetin giderler sonrası gücünü; vergi öncesi ve net kâr marjları finansman giderleri ve vergiler sonrası kalan sonucu gösterir. Aktif kârlılığı, firmanın toplam yatırımlarının yarattığı getiriye ölçer ve satış kârlılığı ile aktif devir hızının birlikte etkisini taşır. Özsermaye kârlılığı ise borç kullanımının olumlu ya da olumsuz kaldıraç etkisini görünür kılar. Borç maliyeti aktif kârlılığından yüksekse borç oranı arttıkça risk katlanarak büyür.

Nakit akım analizi, kredi değerlendirmesinde oran analizini tamamlayan zorunlu bir perspektiftir. Tahakkuk esasına göre hazırlanan gelir tablosu ve bilanço, nakit yaratma gücünü her zaman doğrudan göstermez. Nakit akım tablosu, firmanın faaliyetlerinden yarattığı nakdi, finansal yükümlülüklerini ve yatırımlar için kullandığı fonları izlemeyi sağlar. Kredi veren açısından en sağlıklı geri ödeme kaynağı faaliyetlerden yaratılan nakittir. Faaliyetlerinden nakit yaratamayan bir firmanın borç anaparası, faizi veya temettü ödemeleri için yeniden borçlanması gerekebilir. Bu yüzden finansal analizde güçlü kâr rakamı kadar bu kârın nakde dönüşüp dönüşmediği de belirleyicidir.

5. KREDİ DERECELENDİRMESİ

İçindekiler

5.4 - Kredi Derecelendirmesi

Kredi Derecelendirmesi: Rating Mantığı, Kapsam ve Skorlama ile Farkı

KISACA

Kredi derecelendirmesi, bir borçlunun veya ihraççının borcunu geri ödeme isteği ve kapasitesi hakkında bağımsız bir görüştür. Bu görüş, şirketler tarafından ihraç edilen teminatlı ya da teminatsız tahvillerden devlet borçlarına, yerel yönetim borçlarından menkulleştirilmiş ürünlere, fonlara ve swap risklerine kadar farklı enstrümanlar için kullanılabilir. Derecelendirme, kredi skorumla aynı şey değildir. Skorumla istatistiksel yöntemlerle temerrüt olasılığı üretmeye yönelirken, rating çoğu zaman uzman kuruluşların harf notlarıyla açıkladığı piyasa görüşü niteliğindedir. Buna rağmen her iki yaklaşım da kredi riskinin ölçülmesini, yönetilmesini, şeffaflığın artmasını ve risk bazlı fiyatlamaya yapılmasını destekler. Derecelendirme notunun asıl işlevi, yatırımcıya garanti vermek değil, borçlunun risk profilini karşılaştırılabilir ve anlaşılabilir bir piyasa diline çevirmektir.

Kredi derecelendirmesi, finansal piyasalarda borçlunun kredi kalitesini ortak bir dile çeviren değerlendirme faaliyetidir. Temel tanım, bir borçlunun veya ihraççının borcunu geri ödeme isteği ve kapasitesi hakkında verilen bağımsız görüştür. Bu tanımda iki nokta belirleyicidir. Birincisi, derecelendirme doğrudan borç ödeme kapasitesiyle ilgilidir; yani gelir, nakit akımı, borç yapısı, faaliyet gücü ve finansal dayanıklılık gibi unsurlar değerlendirilir. İkincisi, derecelendirme bir görüş niteliğindedir; kesin sonuç vaadi, yatırım garantisi veya borcun mutlaka ödeneceğine dair hukuki teminat değildir.

Derecelendirme yapılan enstrümanların kapsamı geniştir. Şirketler piyasasında teminatlı ve teminatsız tahviller, öncelikli pay senetleri, finansman bonoları ve proje finansmanı işlemleri değerlendirilebilir. Devlet borçlarında egemen borç niteliğindeki devlet tahvilleri, yerel yönetim borçlarında belediyelerin borçları, menkulleştirme alanında varlığa dayalı ve konut kredilerine dayalı menkul kıymetler, fonlarda yatırım fonları, para piyasası fonları ve tahvil fonları derecelendirmenin konusu olabilir. Ayrıca swap risk dereceleri gibi fonlanmamış kredilere bağlı riskler de kredi riski analizinin kapsamına girebilir. Bu çeşitlilik, derecelendirmenin yalnızca şirket bilançosu okumaktan ibaret olmadığını, farklı borç ilişkilerinin geri ödeme riskini yorumlayan genel bir çerçeveye olduğunu gösterir.

Rating ile scoring arasındaki fark, kredi derecelendirmesi mantığını doğru anlamak için önemlidir. Skorumla, beklenen kayıp denklemindeki en önemli girdilerden biri olan temerrüt olasılığı hesaplamaya yönelik istatistiksel bir modeldir. Rating ise istatistiksel yöntemlerle üretilmiş bir başarısızlık olasılığına birebir denk olmak zorunda değildir. Rating, uzman kuruluşlar tarafından oluşturulan ve çoğunlukla harfler ile artı-eksi işaretleri kullanılarak kamuya açıklanan bağımsız görüş şeklinde karşımıza çıkar. Skorumla sonuçları isterse notlara kalibre edilebilir; fakat ratingin piyasa işlevi daha geniştir.

Skorlama özellikle bankacılık sisteminde kredi riskinin ölçülmesini ve yönetilmesini kolaylaştırır. Perakende kredilerde notun belirli bir sınırın üzerinde kalıp kalmaması kabul veya red kararını etkileyebilir. Ticari kredilerde not hem fiyatlama hem limit tahsisinde kullanılabilir. Rating ise sermaye piyasasında ihraççılar, yatırımcılar ve aracılar için şeffaflık sağlar. Kredi derecelerinin kamuya açıklanması, farklı borçluların risk düzeylerinin karşılaştırılmasını ve risk bazlı fiyatlamanın daha sağlıklı yapılmasını mümkün kılar.

Derecelendirme görüşünün değeri, riskin tek bir sembole indirgenmesinde değil, o sembolün arkasındaki analitik disiplindedir. Bir not, borçlunun ödeme kapasitesini, finansal yükümlülüklerini, varlık kalitesini, nakit yaratma gücünü ve genel risk profilini birlikte yansıtır. Bu nedenle aynı harf notu farklı borçlular arasında karşılaştırma imkânı verse de notun yorumu, değerlendirmeye konu enstrümanın niteliği ve borçlunun faaliyet alanı dikkate alınarak yapılmalıdır.

Kredi derecelendirmesi piyasa aktörlerine önemli bilgi sağlar, fakat bu bilginin sınırları da doğru okunmalıdır. Derecelendirme notu, yatırım yapılması ya da yapılmaması gerektiğini tek başına söylemez. Not, temerrüt riskinin bağımsız biçimde değerlendirilmiş ifadesidir; yatırımcı yine vade, getiri, likidite, piyasa koşulları ve kendi risk tercihlerini dikkate almak zorundadır. Bu ayrım, derecelendirme faaliyetinin sermaye piyasasındaki rolünü gerçekçi biçimde konumlandırır: derecelendirme bilgi asimetrisini azaltır, fakat yatırım kararının bütün sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

5. KREDİ DERECELENDİRMESİ

İçindekiler

5.5 - Basel Sermaye Uzlaşısı ve Kredi Riski

Basel Çerçevesinde Kredi Riski: Risk Ağırlıkları, Sermaye ve İçsel Derecelendirme

KISACA

Basel sermaye çerçevesi, bankaların kredi riskini sermaye yeterliliğiyle ilişkilendirir. Kredi riskinin beklenen kayıp kısmı karşılıklarla, beklenmeyen kayıp kısmı ise sermayeyle karşılanır. Standart yöntemde risk ağırlıkları Basel Komitesi tarafından belirlenen sınıflandırmalara dayanır; içsel derecelendirme yönteminde risk fonksiyonları yine Basel çerçevesine bağlıdır, fakat temerrüt olasılığı, temerrüt hâlinde kayıp, temerrüt anındaki risk tutarı ve vade gibi girdiler bankaların geliştirdiği yöntemlerle hesaplanır. Bu ayırım, kredi derecelendirmesinin sermaye gereksinimi üzerindeki etkisini gösterir. Bilanço içi varlıklar, bilanço dışı garanti ve akreditifler, türev sözleşmeler ve sermaye unsurları birlikte ele alındığında bankanın ana sermaye ve toplam sermaye yeterliliği oranları hesaplanır. Böylece Basel yaklaşımı kredi riskini sadece kredi verme kararı değil, bankanın dayanıklılığı meselesi olarak görür.

Basel sermaye uzlaşısı, kredi riskini bankanın taşıması gereken sermaye ile ilişkilendiren düzenleyici bir çerçevedir. Kredi kullanmak, bankanın aktifinde bir alacak yaratır; bu alacağın geri dönmeme ihtimali ise bankanın zarar riski taşıdığı anlamına gelir. Basel yaklaşımı bu riski ölçmeyi, risk ağırlıklı varlıkları hesaplamayı ve bankanın bu risklere karşı yeterli sermaye bulundurmasını amaçlar. Bu nedenle kredi riski, yalnızca tek tek müşterilerin geri ödeme davranışıyla değil, bankanın bilanço dayanıklılığı ve sermaye yeterliliğiyle birlikte değerlendirilir.

Kredi riskinin temel ölçümünde beklenen kayıp ile beklenmeyen kayıp ayırımı kullanılır. Beklenen kayıp, temerrüt olasılığı, temerrüt hâlinde kayıp ve temerrüt anındaki risk tutarının çarpımıyla düşünülür. Bu kayıp kredi portföyünün normal koşullarda beklenen zararını temsil eder ve karşılık ayrılması yoluyla karşılanır. Beklenmeyen kayıp ise beklenen kaybın etrafındaki oynaklığı, yani kaybın beklenenden daha yüksek gerçekleşme riskini ifade eder. İçsel derecelendirme yaklaşımında bu beklenmeyen zarar sermaye ile karşılanır; asgari sermaye gereksinimi risk ağırlıkları üzerinden hesaplanır.

Standart yöntem ile içsel derecelendirme yöntemi arasındaki temel fark, risk ağırlıklarının belirlenme biçiminde görülür. Standart yöntemde risk ağırlıkları Basel Komitesi tarafından belirlenen kategorilere dayanır. İçsel derecelendirme yönteminde de risk ağırlıkları Basel çerçevesindeki risk fonksiyonlarıyla belirlenir; fakat bu fonksiyonlarda kullanılan temerrüt olasılığı, temerrüt hâlinde kayıp, temerrüt anındaki risk tutarı ve vade gibi girdiler bankaların kendi geliştirdikleri yöntemlerle hesaplanır. Bu yapı, daha gelişmiş risk ölçüm kapasitesine sahip bankaların kredi riskini daha duyarlı ölçebilmesine imkân verirken, model doğrulama ve sermaye yeterliliği disiplinini de gerekli kılar.

Basel hesaplamalarında bilanço içi varlıklar risk ağırlıklarıyla çarpılır. Nakit, merkez bankası alacakları, hazine bonoları ve devlet tahvilleri gibi kalemler düşük risk ağırlığına sahip olabilirken, ticari krediler veya düşük dereceli alacaklar daha yüksek risk ağırlığı taşıyabilir. Bilanço dışı garanti ve akreditiflerde

önce kredi eşdeğer miktarı çevrim faktörüyle hesaplanır, ardından uygun risk ağırlığı uygulanır. Faiz ve döviz türevlerinde de potansiyel risk ve cari risk birlikte değerlendirilerek kredi eşdeğer tutarına ulaşılır. Böylece bankanın sadece bilançosunda görünen kredileri değil, bilanço dışında üstlendiği yükümlülükleri de sermaye hesabına dâhil edilir.

Sermaye yeterliliği oranı, risk ağırlıklı varlıklar karşısında bankanın sermaye gücünü gösterir. Ana sermaye, ödenmiş sermaye ve dağıtılmayan kârlar gibi daha kaliteli sermaye unsurlarından oluşur. Toplam sermaye ise ana sermayeye katkı sermaye niteliğindeki unsurların ve uygun karşılıkların eklenmesiyle genişler. Ana sermaye yeterliliği oranı ana sermayenin risk ağırlıklı varlıklara bölünmesiyle, toplam sermaye yeterliliği oranı ise toplam sermayenin aynı tabana oranlanmasıyla bulunur. Bu oranlar bankanın kredi ve piyasa risklerine karşı ne kadar sermaye tamponu taşıdığını gösterir.

Basel çerçevesinin kredi derecelendirmesiyle bağlantısı, derecelerin risk ağırlığı ve fiyatlama üzerindeki etkisinde ortaya çıkar. Daha yüksek kredi kalitesi daha düşük risk ağırlığına ve daha az sermaye yüküne yol açabilir; daha düşük kalite ise daha yüksek sermaye gereksinimi doğurur. Bu nedenle kredi derecelendirmesi yalnızca yatırımcıların bilgi ihtiyacını karşılayan bir piyasa aracı değildir; bankaların risk yönetimi, kredi fiyatlaması, limit tahsisi ve sermaye planlaması üzerinde de doğrudan etkili olan bir ölçüm dilidir.



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL KREDİ DERECELENDİRME

İyi çalışmalar

Bu ders notları benzensor tarafından ücretsiz hazırlandı; resmî kurum yayını değildir. Hata bildirimi: destek@benzensor.com

Okudun, sıra pekiştirmede
Şimdi çöz!

Okuduğun konuyu hemen soruyla pekiştir. benzensor uygulamasında konu anlatımı, soru bankası ve gerçek sınav simülasyonu bir arada.

