T.C.

ALTINBAŞ ÜNİVERSİTESİ

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

TÜRKİYE'DEKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞANLARININ İÇ KONTROL SİSTEMİNE BAKIŞI

Ecem Tuğçe AKÇAY

Yüksek Lisans Tezi

Danışman

Prof. Dr. Saim Kılıç

İstanbul, 2022

TÜRKİYE'DEKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞANLARININ İÇ KONTROL SİSTEMİNE BAKIŞI

Ecem Tuğçe AKÇAY

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

ALTINBAŞ ÜNİVERSİTESİ

2022

“Ecem Tuğçe AKÇAY” tarafından hazırlanmış ve 25.02.2022 tarihinde sunulmuş “TÜRKİYE’DEKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞANLARININ İÇ KONTROL SİSTEMİNE BAKIŞI” başlıklı tez İşletme Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak oy birliği/oy çokluğu ile kabul edilmiştir.

_____

Prof. Dr. Saim KILIÇ

Danışman

Tez Savunma Sınavı Jüri Üyeleri:

Prof. Dr. Saim KILIÇ	İşletme Fakültesi, Altınbaş Üniversitesi	_____
Prof. Dr. Ali Argun KARACABEY	İşletme Fakültesi, Altınbaş Üniversitesi	_____
Doç. Dr. Eşref Savaş BAŞÇI	İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Hitit Üniversitesi	_____

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak bütün şartları sağladığını beyan ederim.

Tezin Lisansüstü Eğitim Enstitüsüne teslim tarihi: ____/____/____

Bu tezdeki tüm bilgilerin akademik kurallara ve etik davranışlara uygun olarak edinildiğini ve sunulduğunu beyan ederim. Ayrıca, bu kuralların ve davranışların gerektirdiği şekilde, bu çalışmada, orijinal olmayan tüm materyalleri ve sonuçları tamamen alıntı yaptığımı ve referans gösterdiğimi de beyan ederim.

Ecem Tuğçe AKÇAY

TEŞEKKÜR

Türkiye'deki Portföy Yönetim Şirketleri Çalışanlarının İç Kontrol Sistemine Bakışı isimli yüksek lisans tez çalışmasını hazırlarken desteğini benden hiçbir zaman esirgemeyen danışman hocam Prof. Dr. Saim KILIÇ'a teşekkürlerimi sunuyorum. Son olarak her zaman yanımda olan tüm aile bireylerime teşekkür ediyorum.

Ecem Tuğçe AKÇAY

ÖZET

TÜRKİYE'DEKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞANLARININ İÇ KONTROL SİSTEMİNE BAKIŞI

AKÇAY, Ecem Tuğçe

Yüksek Lisans, İşletme Anabilim Dalı, Altınbaş Üniversitesi

Danışman: Prof. Dr. Saim KILIÇ

Tarih: Ocak / 2022

Sayfa: 100

İç kontrol sisteminin önemi amacından kaynaklanmaktadır. Bir işletmenin iç kontrol sisteminin temel amacı, finansal tabloların güvenilirliğini ve anlaşılabilirliğini sağlamayı hedeflemektedir. İşletmenin varlıklarının korunmasını, ilgili yasalara uyumu ve verimliliğin artmasını sağlamaktadır. Ayrıca, iç kontrolün uygun şekilde tasarlanması ve uygulanması durumunda, yönetim kuruluna ve yönetime işletmenin amaçlarına ulaşacağına dair güvence sunmaktadır.

Finansal piyasaların sağlıklı işleyebilmesi için, fonların uzun vadeli yatırımlara yönlendirilmesi, istikrarlı bir şekilde büyümeyi de beraberinde getirmektedir. Ama insanlar, birikimlerini güvenli olduğunu hissettikleri yatırım kanallarında değerlendirmek istemektedirler. Portföy yönetim şirketleri de bu konuda önemli bir rol oynamaktadır. Bu çalışmanın amacı, portföy yönetim şirketlerinde çalışan bireylerin iç kontrol sistemi hakkındaki görüşlerinin ve portföy yönetim şirketlerinde iç kontrol sisteminin öneminin belirlenebilmesidir. Bu doğrultuda, 51 portföy yönetim şirketinde çalışan 273 personelin iç kontrol sistemine bakış açılarına yönelik anket çalışması gerçekleştirilmiştir. Anket katılımcılarının yanıtları ve ölçeğimiz arasında cinsiyet, medeni durum ve mesleki tecrübeleri ile iç kontrol algısı üzerinde anlamlı bir farklılık görülmezken; yaşa ve eğitim durumuna göre iç kontrol algısının farklılık gösterdiği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Portföy Yönetim Şirketleri, Portföy Yönetimi, İç Kontrol.

ABSTRACT

EMPLOYEES OF PORTFOLIO MANAGEMENT COMPANIES IN TURKEY OVERVIEW ON THE INTERNAL CONTROL SYSTEM

AKÇAY, Ecem Tuğçe

MBA, Graduate Department of Business Administration, Altınbas University

Supervisor: Prof. Saim KILIÇ

Date: January / 2022

Page : 100

The importance of the internal control system stems from its purpose. The main purpose of an enterprise's internal control system is to ensure the reliability and understandability of financial statements. It ensures the protection of the assets of the enterprise, compliance with the relevant laws and increased efficiency. It also provides assurance to the board and management that the entity will achieve its objectives if internal control is properly designed and implemented.

In order for financial markets to function properly, directing funds to long-term investments brings along stable growth. But people want to invest their savings in investment channels that they feel safe. Portfolio management companies also play an important role in this regard. The aim of this study is to determine the opinions of individuals working in portfolio management companies about the internal control system and the importance of the internal control system in portfolio management companies. In this direction, a survey was conducted on the perspectives of 273 employees working in 51 portfolio management companies on the internal control system. While there is no significant difference between the answers of the survey participants and our scale, on gender, marital status and professional experience, and the perception of internal control; It has been observed that the perception of internal control differs according to age and education level.

Keywords: Portfolio Management Companies, Portfolio Management, Internal Control.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET ..... **iv**

ABSTRACT ..... **v**

İÇİNDEKİLER ..... **vi**

TABLO LİSTESİ ..... **ix**

KISALTMALAR ..... **x**

1. GİRİŞ **1**

2. PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİM SÜRECİ **4**

2.1. PORTFÖY KAVRAMI 4

2.2. PORTFÖY ÇEŞİTLERİ 4

2.3. PORTFÖY YÖNETİMİ KAVRAMI 7

2.4. PORTFÖY YÖNETİM YAKLAŞIMLARI 8

2.4.2. Modern Portföy Yaklaşımı 11

2.4.2.1. Markowitz ortalama varyans modeli 15

2.4.2.2. Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli 16

2.4.2.3. Arbitraj fiyatlama teorisi 19

2.4.2.4. Fama-French üç faktör modeli 20

2.4.2.5. Faktör (Endeks) modeller 21

2.5. PORTFÖY YÖNETİM STRATEJİLERİ 22

2.5.1. Satın Al ve Elde Tut Stratejisi 24

2.5.2. Maliyet Ortalama Stratejisi 25

2.5.3 Endeks Fonlar Stratejisi 27

2.5.4. Sabit Değer Stratejisi 27

2.5.5. Sabit Oran Stratejisi 28

2.5.6. Gelecekteki Yükümlülükleri Karşılama Stratejisi 29

2.5.7. Bağışıklama Stratejisi 29

2.6. PORTFÖY YÖNETİM AŞAMALARI 30
2.6.1. Planlama Aşaması 30
2.6.1.1. Yatırımcı hedeflerinin ve kısıtlarının belirlenmesi 31
2.6.1.2. Yatırım politikası raporunun hazırlanması 31
2.6.1.3. Piyasa beklentilerinin tahmini 33
2.6.1.4. Portföy stratejisinin oluşturulması 34
2.6.2. Uygulama Aşaması 34
2.6.3. Geri Bildirim Aşaması 35
2.6.3.1. Gözlem ve revizyon 35
2.6.3.2. Performans değerlendirmesi 36
3. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 38
3.1. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ KAVRAMI 38
3.2. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN KURULUŞ SÜRECİ 39
4. İÇ KONTROL KAVRAMI, SİSTEMİ VE MODELİ 42
4.1. İÇ KONTROL KAVRAMI 42
4.2. İÇ KONTROL SİSTEMİNİN TARİHÇESİ 44
4.3. İÇ KONTROL SİSTEMİNİN ÖNEMİ VE ÖZELLİKLERİ 46
4.4. İÇ KONTROL SİSTEMİNİN AMAÇLARI 49
4.5. İÇ KONTROL SİSTEMİNİN TÜRLERİ 52
4.5.1. Yönetsel Kontroller 52
4.5.2. Muhasebe Kontrolleri 53
4.6. İÇ KONTROL SİSTEMİ OLARAK COSO 54
4.6.1. COSO Kavramı ve Gelişimi 54
4.6.2. COSO İç Kontrol Bileşenleri 56
4.6.2.1. Kontrol ortamı 56
4.6.2.2. Risk değerlendirme 58
4.6.2.3. Kontrol faaliyetleri 60
4.6.2.4. Bilgi ve iletişim 63

4.6.2.5. İzleme 64
4.7. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNDE İÇ KONTROL SİSTEMİ 65
5. İSTANBUL'DAKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA 68
5.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ 68
5.2. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI 69
5.3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ 70
5.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE MODELİ 70
5.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİ TOPLAMA ARAÇLARI 71
5.6. EVREN VE ÖRNEKLEM 71
5.7. VERİ TOPLAMA ARACININ GÜVENİRLİĞİ 71
5.8. VERİLERİN ANALİZİ 76
5.9. ARAŞTIRMANIN BULGULARI 77
SONUÇ 82
REFERANSLAR 86
EK A 92
A.1 ANKET FORMU 92

TABLO LİSTESİ

Sayfa

Tablo 5.1: Araştırmada kullanılan ölçeğin güvenirliği 72
Tablo 5.2: İç kontrol ölçeğine dair ortalamalar 72
Tablo 5.3: Katılımcıların demografik verileri 77
Tablo 5.4: İç kontrol algısının cinsiyet değişkenine göre incelenmesi 78
Tablo 5.5: İç kontrol algısının yaş değişkenine göre incelenmesi 78
Tablo 5.6: İç kontrol algısının medeni durum değişkenine göre incelenmesi 79
Tablo 5.7: İç kontrol algısının eğitim durumu değişkenine göre incelenmesi 79
Tablo 5.8: İç kontrol algısının mesleki tecrübe değişkenine göre incelenmesi 79
Tablo 5.9: Araştırma hipotezlerinin Kabul/Red durumu 80

KISALTMALAR

AAA	:	Amerika Birleşik Devletleri Muhasebe Birliği
AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AFT	:	Arbitraj Fiyatlama Teorisi
AICPA	:	ABD Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Kurulu
COSO	:	Committee Of Sponsoring Organizations
DD	:	Defter Değeri
DİBS	:	Devlet İç Borçlanma Senedi
FCPA	:	Foreign Corrupt Practices Art
FEI	:	Financial Executives Institute
HML	:	Değer Birimi
IIA	:	Uluslararası İç Denetim Kurulu
IMA	:	Yönetim Muhasebecileri Kurulu
INTOSAI	:	Uluslararası Sayıştaylar Birliği
MPT	:	Modern Portföy Teorisi
PD	:	Piyasa Değeri
PYŞ	:	Portföy Yönetim Şirketi
SEC	:	Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu
SMB	:	Büyüklük Primi
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	:	Sermaye Piyasası Kanunu
SVFM	:	Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

1. GİRİŞ

İnsanlar daha konforlu bir yaşam için çalışır çabalarlar. Gelir elde etmeye başlayan insanlar ise harcamalarını kendi gelirlerine göre yaparlar. Başka bir deyişle sabit bir maaş elde eden bir çalışan ile serbest bir meslek ile çalışıp gelirini elde eden bir kişinin geleceğe yönelik risk anlayışı farklıdır. Sabit maaş alan birey gelirinde bir değişiklik olmayacağı düşüncesiyle harcamasını ve yatırımını kendi maaşına göre ayarlayıp yaparken, elde edeceği gelir konjonktüre, mevsime göre değişen bir birey ise harcamasını konjoktüre göre ve birtakım riskleri göze alarak yapar. Bu da aslında şunu göstermektedir: Kontrol, hayatın her alanında mevcut olan bir kavramdır. Ayrıca kontrol, sadece mali konularla ilgili de değildir. Evden çıkarken, gece uyurken kapıları kilitlememiz de aslında hırsız riskine karşı geliştirilen bir koruma faaliyetidir.

Yukarıda anlatılanlar insanların günlük hayatlarında yapmakla mükellef oldukları ya da yaptıkları kontrollerdi. Günümüz gelişen dünyasında gerek özel sektör gerek kamu sektörü tüzel kişileri karşı karşıya kalabilecekleri riskleri bertaraf etmek, varlıklarını hedefleri doğrultusunda sürdürmek, organizasyonlarını en sağlam şekilde korumak için belirli kontrolleri gerçekleştirmek durumundadır. Tüzel kişiliklerin bu saiklerle yaptıkları faaliyetler literatürde iç kontrol olarak tanımlanmaktadır.

ABD'de çeşitli yolsuzluk skandalları sonrası Treadway Komisyonu da denilen Gönüllü Kuruluşlar Komitesi tarafından 1980'li yıllarda oluşturulan ve tüm dünya tarafından kabul gören COSO modeli, kamu sektöründe de uygulanmaya başlamıştır. Ülkemizde ise, 2003 yılında kamu sektörünü yeniden yapılandıran kanun olan 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu ile iç kontrol sistemi kamu sektörüne nüfuz etmiştir. Kanun'un ardından başlayan ikincil mevzuat çalışmaları sonucunda iç kontrole ilişkin ikincil mevzuatlar da yayımlanmıştır. İç kontrol standartları, Genel yönetim kapsamındaki kamu idarelerini kapsarken ülkemizde hala birçok kamu idaresinde iç kontrolün tam olarak uygulanmadığı veya uygulanan kamu idarelerinde etkinliğin mevcut olmadığı gerek yapılan anket çalışmaları ile gerekse kamu idarelerinin dış denetimini yapan Sayıştay Raporlarında göze çarpmaktadır.

İşletmeler kendilerini zorlu rekabet şartlarından rakiplerinden sıyrılabilmek marka değerini arttırabilmek, sahip oldukları varlıklarını ve kaynaklarını daha etkin kullanabilmek adına güçlü ve zayıf yanlarını tespit ederek, oluşabilecek risklere karşı tedbirli olup, bu durumu

fırsata çevirmek kabiliyeti geliştirerek buna uygun adımlar atmalıdırlar. Bunun aksine bir tutum sermaye kayıplarına, suiistimallerle zaman kaybına uğratacaktır. Bu kayıpların önüne geçmek, ancak planlı ve kontrollü yönetim anlayışının ilk şartı olan, finansal tabloların şeffaf ve güvenilir olmalarını sağlamak ile mümkündür. Bunun yerine getirilebilmesi ancak işletmelerin iç kontrol sistemleri kurulması ve denetimin iç ve dış denetim olarak yapılandırılması ile mümkün olmaktadır. Bunun sonucunda ekonomik sermayesi güçlü ülkelerde başlangıç noktasını bu anlayışa dayandırarak mali hata ve suiistimallerin yaşanmaması adına hukuki düzenlemelerin gerekliliği ortaya çıkmış ve bu yönde adımlar atılmıştır. Ülkemizde de bu konulara ilişkin bazı hukuksal düzenlemelere gidilmiştir.

Portföy yönetimi, yatırımcının seçtiği yatırım enstrümanlarının değişen ekonomik koşulları göz önünde bulundurarak, belli dönemlerde müdahale edilmesini gerektir. Bundan dolayı bazen bazı menkuller portföyden eksiltilirken, bazen de yeni bir menkul eklenmesi gerekebilir. İşte buna benzer noktalarda portföy üzerinde karar vermeyi veya değişiklik yapmayı gerektiren bir süreçtir. Portföy yönetiminde temel amaç, yatırımcının sahip olduğu yatırım enstrümanlarını minimum riskle, maksimum kazanç elde etmek amacıyla yönetmektir.

Portföy yönetimi denilen iş uzmanlık isteyen bir iştir ve genellikle bankalar, aracı kuruluşlar ve uzman kuruluşlar tarafından yapılır. Bir portföy yönetilmesi için uzman bir kuruluşa teslim edilebileceği gibi, varlığın bizzat sahibi tarafından genellikle basit çeşitlendirme ilkesine dayalı uzmanlık gerektirmeyen bir usulle de yönetilebilir. Ülkemizdeki portföy sahipleri ve bir portföye sahip olmak isteyenler genellikle bu eğilimdedir.

Portföy yönetiminin amacı, yatırımcıları ihtiyaçlarına göre portföye çeşitli menkul kıymetleri almak ve yatırım araçlarına uygun olarak portföyü yönetmektir. Portföy yöneticisi alınan riske göre yatırımcının getirisini maksimum yapmaya çalışmaktadır. Literatürde konu ile ilgili olarak az sayıda çalışma mevcuttur. İç kontrol kavramının dünyada ve ülkemizde henüz tam anlamıyla benimsenmemesinden ötürü, yapılan çalışma sayısı oldukça azdır. Bunun yanında portföy yönetim şirketleri ile ilgili olarak da literatür oldukça eksiktir. Bu çalışmanın literatürdeki bu büyük boşluğu dolduracağı tahmin edilmektedir. Bununla beraber, portföy yönetim şirketlerinde çalışmakta olan bireylerin iç kontrol hakkındaki algılarının belirlenmesiyle beraber, bu şirketlerin iç kontrole verdikleri önemin arttırılması hedeflenmektedir.

Günümüz dünyasında hem özel sektör hem kamu sektörünün yaptığı işler karmaşıklaşmıştır. Teknolojinin gelişmesiyle beraber ticari, bürokratik vb. yaşamın her alanı kolaylaşmasına rağmen birçok risk faktörü de ortaya çıkmıştır. Ayrıca dünyada tüzel kişiler karmaşıklaştıkça, organizasyon yapısını genişlettikçe yapılarını, her türlü iş ve işlemlerini kontrol altında tutmaları gerekmiştir. Bu gereksinim Amerika'da ortaya çıkan muhasebe skandallarıyla ortaya iyice çıkmıştır. Bu skandallarda bağımsız denetim şirketlerinin de işin içinde olması iç kontrol kavramını ortaya çıkarmıştır. Bu kavramla ilgili birçok farklı tanım yapılmıştır. Aslında tanımların hepsi birbirinin aynısıdır. Hepsinin amaçları aynıdır. İç kontrolün amaçları tüzel kişilerin işlerini yaparken daha verimli yapmasını sağlamak, karşı karşıya kaldıkları riskleri minimize etmektir.

2. PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİM SÜRECİ

2.1. PORTFÖY KAVRAMI

Tasarruf sahibi yatırımcılar ellerindeki tasarrufları iyi bir şekilde değerlendirerek gelir elde etmek isterler. Bu amaçla yatırımcılar, hisse senedi, tahvil, döviz, altın gibi çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparak portföy oluştururlar. Portföy kısaca bir yatırımcının sahip olduğu finansal varlıkların bileşimi olarak ifade edilebilir. Daha geniş bir şekilde tanımlamak gerekirse portföy; hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetler ve türev ürünlerden oluşan finansal varlıklar olarak tanımlanabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 561).

Portföy oluşturmanın amacı, farklı finansal varlıklara yatırım yaparak yatırımcının riskini azaltıp getirisini artırmaktır. Bu nedenle, portföy oluştururken portföye dahil edilecek yatırım araçları rastgele değil belirli hesaplamalar sonucunda seçilmeli, hangi yatırım aracının hangi vadede yatırımcı için daha karlı olduğu analiz edilmeli ve buna göre portföye dahil edilmelidir. Her bir yatırımcının, oluşturulacak portföyden beklentileri farklı olabileceği için, portföy oluştururken yatırımcı özellikleri, yatırımcıların beklenti ve istekleri dikkate alınmalı ve buna göre bir portföy oluşturulmalıdır.

Portföyün sözlük anlamı cüzdan demektir. Başka bir ifadeyle portföy; yatırımcıların katlandıkları risk üzerinden optimum getiri sağlamak ve risklerini en aza indirmek amacıyla, benzer veya farklı en az iki menkul değeri bir araya getirmesi ile oluşan değerler bütünüdür (Usta, 2011: 311).

Portföy kavramı ile ilgili bir genel bir de ekonomi diline has tanımı bulunmaktadır. Portföy için kullanılan genel tanımda, portföy kelimesinin ‘’cüzdan’’ kelimesiyle aynı anlama geldiği bilinmektedir. Ekonomi dilinde ise, portföy, yatırımcı kişinin çeşitli yatırım enstrümanlarına yatırım yapmak koşuluyla oluşturmuş olduğu finansal değerler toplamıdır. Daha net açıklayacak olursak, portföy yatırımcının yatırım özelliklerini yansıtan tüm yatırım enstrümanlarını kapsamaktadır.

2.2. PORTFÖY ÇEŞİTLERİ

Bir portföy, piyasa var olan menkul kıymetlerden istenen araçların seçilip bir araya getirilmesiyle oluşturulabilmektedir. Ancak burada sınırlayıcı olan temel nokta, yatırımcıların risk alma eğilimlerinin ne olduğudur. Çünkü riski seven bir yatırımcının portföyünü oluşturan finansal varlık bileşimi riskten kaçan veya riske kayıtsız olan

yatırımcıların portföyündeki finansal varlıklar bileşiminden farklı olmaktır. Yani yatırımcıların risk-getiri beklentileri değiştikçe, oluşturacakları portföylerin içeriğini de ona göre uygun menkul kıymetlerden oluşturacaklardır. Ancak portföy oluşturulurken illaki de farklı finansal araçlara veya tek bir araca yatırım yapma zorunluluğu yoktur.

Tahvil, bir borç alanın (tahvil ihraççısı kurum, özel şirket veya devlet v. b. kurumlar) belirli bir tarihte faiz ve anapara ödemelerini tahvilin sahibine yapmayı kabul ettiği uzun vadeli bir yatırım aracıdır. Tahvillerin yatırımcılara sabit bir getiri sunması, risk alma düzeyi düşük veya nötr olan yatırımcılar için pay senetleri gibi daha riskli araçlarla karşılaştırıldığında daha güvenli bir finansal araç olması bir tercih sebebidir. Ancak tahvillerin daha düşük riske sahip olması, yatırımcıların da daha az bir getiriye razı olmaları anlamına gelmektedir (Usta, 2001: 312). Bu portföyler, piyasadaki hareketleri ve değişimleri takip etmekte zorlanan aynı zamanda anaparasının garanti altında olduğunu bilmek isteyen yatırımcılar için önceliğe sahiptir. Bu yatırımcıların portföyleri genellikle şirket ve devlet tahvillerinin yanında hazine bonosundan oluşur. Böylelikle farklı vadelerden araçlarla oluşturulmuş bir tahvil portföyü, yatırımcısına bazı risklerden kaçma olanağı sunabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 624). Hisse senetlerini tercih eden yatırımcıların aksine risk almayı pek sevmeyen, anaparasını korumak isteyen ve mevcut piyasayı takip etmekte yetersiz olan yatırımcılar bu portföy türünü tercih etmektedir. Yatırımcı, Devlet Tahvili, Hazine Bonosu gibi getirisi düşük ama risksiz olan menkul kıymetleri tercih eder (Demirtaş ve Güngör, 2004: 103-104).

Bir yatırımcı, portföy oluştururken tamamı pay senetlerinden oluşan portföy çeşidini kullanırsa; portföyü, sadece pay senetlerinden oluşmalıdır. Bu portföy çeşidini benimseyen yatırımcılar istedikleri düzeyde riski içeren sayısız şekilde pay senedini portföylerinde bulundurma imkanı elde ederler (Usta, 2001: 312). Bu tür portföylerde yatırımcıların risk alma düzeyi büyük öneme sahiptir. Çünkü hisse senedi piyasalarının volatilitesi yüksektir. Ancak yatırımcıların aldıkları riske karşılık, sabit getirili menkul kıymet portföylerine kıyasla daha çok getiri elde etme imkanı bulmaktadır. Bu portföylerin, piyasa değişimlerine duyarlılığının yüksek olması beraberinde sürekli olarak anlık piyasa takibini ve portföye dahil edilecek pay senetlerinin daha kolay alım-satım yapılabilecek olanlardan seçilmesi gibi birtakım zorunluluklar getirmektedir. Bu sebeple, oluşturulan portföyün profesyonel bir yönetime sahip olması gerekir (Baykan, 2010: 13).

Piyasaların daha hareketli olduğu ekonomik büyümenin yaşandığı dönemlerde tamamı pay senetlerinden oluşan portföyler yatırımcılarına büyük getiriler sunabilmektedir. Ancak göz ardı edilmemesi gereken, risklerin de büyük olabileceğidir. Bu sebeple farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri seçilmesiyle portföy çeşitlendirmesine gitmek fayda sağlayabilmektedir (Korkmaz vd., 2013:10).

Risk alma noktasında çekimser olan yatırımcıların pek tercih etmediği bir portföy türüdür. Bu portföy türünde yatırımcı birden farklı türde menkul kıymet seçmek yerine portföyünü tek bir menkul kıymetle oluşturur o da hisse senedidir. Burada yatırımcının piyasa hakkında temel bilgilere sahip olması ve gerektiği zamanlarda alım-satım işlemleri yapabilme özelliğine sahip olması gerekmektedir. Yatırımcı her türlü risk düzeyine göre yatırım yapabilir. Ayrıca yatırımcı kısa, orta veya uzun vadeli hisse senetlerini de tercih edebilir.

Pay senetleri ve tahvillerden oluşan portföyler, diğer portföy çeşitlerine kıyasla yatırımcıların daha çok tercih ettiği bir portföy oluşturma türüdür. Çünkü yatırımcılar tahvil yatırımlarından belirli bir getiriyi garanti altına alabilirken hem de pay senedi yatırımlarından yüksek kar elde edebilirler. Böylelikle portföylerde risk-getiri dengesi kurulabilir. Yatırımcılar birikimlerini bu portföy çeşidini kullanarak hisse senetlerine, tahvillere veya türev araçlarına yatırım yaparak dağıtabilirler. Ancak dağıtımın dengesi belirleyen asıl unsur ekonominin durumudur. Çünkü yatırımcılar piyasanın durumuna bakarak hangi araçların portföyde ne oranda olması gerektiğine karar vermektedir. Aynı zamanda piyasa hareketlerine göre de portföydeki araçların ağırlıkları değiştirilebilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 624).

Her yatırım aracının kendi has bir takım karakteristik özellikleri bulunmaktadır. Örneğin; bir ülkede ekonomik bir durgunluk olduğunda veya piyasadaki belirsizliğin arttığı dönemlerde yatırımcıların daha güvenilir bulduğu tahvile yatırımların arttığı gözlemlenmektedir. Hisse senetlerinde ise bu durum tam tersidir. Çünkü hisse senedi yatımlarının arttığı dönemlerde ekonomide bir canlılık bir hareket vardır ve yatırımcıların piyasaya bakış açısı daha iyimserdir (İnam, 2007: 470). Bu portföy türü yatırımcılar tarafından en çok tercih edilen portföy türüdür. Temel amaç dengeli bir portföy oluşturmak olduğu için, yatırımcının parasının belli bir kısmı hisse senedine bir kısmı da tahvillere yönlendirilir. Bu sayede sadece riskli veya sadece risksiz menkul ürünler tercih edilmemiş, ikisinden de belli oranlarda tercih edilmemiş olur. Portföyü oluştururken, tahvil ve hisse

senetlerinden ne oranda tercih edileceği piyasadaki değişim ve eğilimler doğrultusunda değişebilir.

Ayrıca, örnek olarak aşağıda belirtilmiş olan ya da daha farklı finansal araçlardan uygun görülenin seçilmesiyle de birçok portföy oluşturulabilir.

a) Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
b) Finansman Bonoları
c) Gelir Ortaklığı Senetleri İmtiyazlı Hisse Senetleri
d) Hazine Bonoları
e) Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar
f) Döviz ve Döviz Tevdiat Hesapları
g) Repo
h) Mevduat ve Mevduat Sertifikaları
i) Varantlar
j) Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi
k) Vadeli Sözleşmeler
l) Opsiyon Sözleşmeleri
m) Yatırım Ortaklıklarının Payları
n) Fonların Katılma Belgeleri

Bu enstrümanlar dışında aynı zamanda yatırım ortaklığı payları, menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım fonları katılma belgeleri de portföy içerisine dahil edilebilir. Portföy oluştururken seçilecek finansal enstrümansın çeşidi yatırımcıların risk alma eğilimleriyle oldukça alakalı olmakla birlikle bu araçların sahip olduğu risk ve getiri daha büyük bir öneme sahip olmaktadır (Apak ve Demirel, 2013: 307).

2.3. PORTFÖY YÖNETİMİ KAVRAMI

Portföy yönetimi, çok sayıda finansal varlık içerisinden, belirli kısıtlar altında, yatırımcıya en az risk düzeyinde en fazla getiri elde edecek şekilde yatırım aracı belirleme süreci olarak ifade edilebilir (Karan, 2013: 4). Bir başka ifadeyle portföy yönetimi, yatırımcının beklenti ve isteklerine uygun finansal varlığı oluşturabilmek için, hisse senedi, tahvil, hazine bonosu, repo, altın gibi birçok finansal varlığı, belirli ölçütler içerisinde bir araya getirerek yeni bir ürün oluşturma işlemi olarak tanımlanabilir.

Portföy yönetimi, yatırımcının seçtiği yatırım enstrümanlarının değişen ekonomik koşulları göz önünde bulundurarak, belli dönemlerde müdahale edilmesini gerektir. Bundan dolayı bazen bazı menkuller portföyden eksiltilirken, bazen de yeni bir menkul eklenmesi gerekebilir. İşte buna benzer noktalarda portföy üzerinde karar vermeyi veya değişiklik yapmayı gerektiren bir süreçtir.

Portföy yönetiminde temel amaç, yatırımcının sahip olduğu yatırım enstrümanlarını minimum riskle, maksimum kazanç elde etmek amacıyla yönetmektir. Çünkü kazanç elde edilirken riskler görmezden gelinmeyecek kadar önemlidir. Yatırımcının, ne kadar risk alacağı tamamen onun kişisel özellikleriyle alakalıdır ama alınacak risklerin ve bunlara karşın elde edilmek istenen getiriler için risklerin yönetilmesi de ancak portföy yönetimiyle yapılabilir.

Portföy yönetimi, belirli sayıda finansal varlık içerisinden elde edilebilecek portföy grupları içerisinde, yatırımın beklenen getirisi ile riski arasında en iyi dengeyi sağlayacak optimum portföyün oluşturulmasıdır (Köse, 2001: 46).

Portföy yönetimi, uzun ve zorlu bir karar verme süreci gerektirir. Portföye dahil edilecek finansal varlıklar, yatırımcının isteği doğrultusunda en iyi portföyü oluşturabilmek için, birçok kriter göz önüne alınarak, çok sayıda veri analiz edilerek seçilir. Portföy yönetiminin temel amacı, yapılan yatırımın getirisinin artmasını ve riskinin azaltılmasını sağlamaktır.

Portföy yönetiminin en önemli konusu, portföyde yer alacak finansal varlıkların seçimi, bu finansal varlıkların portföyde hangi ağırlıkta yer alacağı ve değişen finansal koşullar içerisinde portföyün ne zaman ve nasıl güncelleneceğidir. Yatırım kararını belirleyen en önemli faktör, yatırımcının beklentileri doğrultusunda oluşturulan portföyün getirisi ve riskidir (Demirtaş ve Güngör, 2004: 104).

Portföy yönetim süreci çok dinamik ve esnek bir süreçtir. Portföy yönetimi, portföye dahil edilecek finansal varlığı belirlemek, yatırımcının istek ve beklentilerine göre süreci yönetmek, değişen finansal koşullara göre portföy içeriğini güncellemek gibi birçok zorlu süreci içerisinde barındırır.

2.4. PORTFÖY YÖNETİM YAKLAŞIMLARI

Finans literatüründe temel olarak iki portföy yönetim yaklaşımı bulunmaktadır. Bunlar; geleneksel portföy yaklaşımı ve modern portföy yaklaşımıdır. Geleneksel portföy yaklaşımı,

portföyde yer alan menkul kıymet sayısı ile portföy riski arasında doğrusal bir ilişki olduğunu kabul ederken, modern portföy yaklaşımı, portföy riski ile portföyde yer alan finansal varlık sayısının doğrusal bir ilişki içerisinde olmadığını, portföy riskinin portföyde yer alan finansal varlıkların birbiriyle olan ilişkisinin bir sonucu olduğunu kabul eder.

2.4.1. Geleneksel Portföy Yaklaşımı

1900'lü yıllarda temeli atılan geleneksel portföy yaklaşımı, portföy performansı ile portföydeki finansal varlık sayısı arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir (Korkmaz vd., 2013: 71). Geleneksel portföy yaklaşımına göre, portföy içerisindeki menkul kıymet sayısı ne kadar çok artırılırsa portföy çeşitlendirilmesi de o oranda artacak ve dolayısıyla da portföy performansı menkul kıymet sayısındaki artışa bağlı olarak doğrusal şekilde artacaktır.

Geleneksel portföy yaklaşımı, yatırımcılara beklenen getirisi yüksek ve finansal varlık sayısı çok olan portföylere yatırım yapmalarını önerirken finansal varlıkların arasındaki ilişkileri dikkate almadan, varlık sayısını artırarak riskin azaltılacağını öngörmektedir. Bu düşünce geleneksel portföy teorisinin, portföy yönetimine bir bilim olarak değil, bir sanat olarak yaklaştığını göstermektedir. Bu durum, geleneksel portföy yaklaşımın sübjektif yaklaşımlar içerdiğini, dolayısıyla da kişiden kişiye farklılıklar gösterebileceğini ortaya koymaktadır (Korkmaz vd., 2013: 71).

Geleneksel portföy yaklaşımında temel mantık, portföyde yer alan finansal varlıkların tamamının aynı yönde hareket etmeyeceği, bazı finansal varlıkların değerinde artış olurken bazılarının değerinde azalma olacağı, dolayısıyla da portföyün riskinin tek bir finansal varlığın riskinden küçük olacağı şeklindedir. Böylelikle portföydeki menkul kıymet sayısını artırarak riskin azaltıldığı varsayılır.

Geleneksel portföy yaklaşımı, bir bilim olarak atfedilmekten ziyade daha çok bir sanat olarak kabul edilmektedir. Çünkü bir portföyün oluşturulması yatırımcının bilgi, beceri, risk algısı gibi öznel birtakım kriterlere dayanmaktadır. Aslen kendi içinde belli bazı ilkeler mevcut olsa da genelleme yapmak çok ta mümkün olmamaktadır. Ancak ortak bir şey vardır ki; o da yatırımcıların faydalarını maksimum kılmaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 123).

Bu yaklaşımın amacı portföydeki menkul kıymet sayılarının artırılmasıyla riskin dağıtılmaya çalışılmasıdır. Çünkü temel prensip, portföye ne kadar çok menkul kıymet dahil

edilirse riskin de o kadar dağıtılacağıdır (Usta, 2011: 341). Bu durum yalın çeşitlendirme olarak kabul edilir ve temel ilkesi 'bütün yumurtaları aynı sepete koymamak'tır. Bir portföyün getirisi; bu yaklaşıma göre, portföyü oluşturan finansal varlıklardan elde edilen değer artışlarına ve kar paylarına dayanmaktadır. Bu sebeple menkul kıymetlerin muhtemel getirilerin belirlenmesi büyük önem arz etmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 123).

Portföy çeşitlendirmesi demek riskin yayılması veya azaltılmaya çalışılması demektir. Çeşitlendirme ile yatırımcıların tercihleri, beklenen getiri için alternatifler arasından minimum riski ve maksimum getiriyi sunan finansal araçtan yana olacaktır. Çeşitlendirme yapılırken birtakım stratejiler izlenebilir (Taner ve Akkaya, 2012: 165). Bunlar;

a) Farklı sektörde yer alan firmaların hisse senetleri tercih edilebilir,
b) Ayrıca, bölgesel olarak farklılık gösteren firmaların hisse senetleri de değerlendirilir,
c) Birbirinden çok farklı özelliklere sahip finansal varlıkların da portföye eklenebilmektedir.

Geleneksel portföy yaklaşımında izlenilmesi gereken temel aşamalar aşağıdaki gibidir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 124).

a) Yatırımcılara ait bilgilerin belirlenmesi,
b) Portföy amacının tespit edilmesi,
c) Yatırım politikalarının saptanması,
d) Portföyde yer alması istenen finansal varlıkların seçilmesidir.

Geleneksel portföy yaklaşımına göre, her yatırımcının kendine özgü risk ve beklenti düzeyleri farklı olacağından, portföy oluştururken yatırımcının yaşı, geliri, mesleği, yatırımdan beklentisi, hangi risk düzeyini kabullendiği gibi, bütün özellikleri dikkatle incelenip analiz edilmeli, bu bilgiler ışığında yatırım politikaları belirlenmeli, bu politikalar doğrultusunda portföye alınacak menkul kıymetler belirlenerek yatırımcıya özgü bir portföy oluşturulmalıdır.

Geleneksel portföy teorisiyle istenen, çok sayıda menkul kıymet çeşitlendirilmesi yapılmasının bir takım olumsuz sonuçlar doğurabileceği de düşünülmedir. Bu durumda ortaya çıkabilecek sakıncalar şöyledir (Civan, 2007: 307):

i. Üstlenilmemesi gereken risklere sahip finansal varlıkların portföyde bulundurulması,
ii. Büyük ve geniş ölçeğe sahip portföylerde, bazı menkul kıymetler hakkında yöneticilerin eksik bilgiye sahip olabilmesi,
iii. Portföyün çok fazla menkul kıymetten oluşması o kadar çok araştırma yapılması gerektiği anlamına gelir. Bu durumun maliyetleri artırması,
iv. Tüm maddelere ek olarak büyük hacimlerde alım ve satımın yapılmasıyla komisyon giderlerinin yükselmesidir.

2.4.2. Modern Portföy Yaklaşımı

Modern portföy yaklaşımının temelleri Harry Markowitz tarafından atılmıştır. Markowitz, 1952 yılında yayınladığı "Portföy Seçimi" isimli makalesinde, geleneksel portföy yaklaşımına göre daha rasyonel, daha sistematik ve matematiksel hesaplamalara dayanan yeni bir yaklaşım ortaya koymuştur. Markowitz, yaptığı çalışmayla portföy çeşitlendirmesine ayrıntılı bir bakış açısı getirmiştir (Sprecher ve Karcıoğlu, 1990: 212).

Markowitz çalışmasında, geleneksel portföy yaklaşımının aksine, iyi bir çeşitlendirmenin portföye alınacak menkul kıymet sayısına bağlı olmadığını belirtmiştir. Markowitz, aynı sektörde yer alan çok sayıda finansal varlığın içinde bulunduğu portföyün, daha az sayıda ama farklı sektörlerde yer alan finansal varlıkla oluşturulmuş portföy kadar iyi çeşitlendirilmediğini ortaya koymuştur. Markowitz, bunun nedeni olarak aynı sektöre ait finansal varlıkların yüksek korelasyona sahip olduğunu, dolayısıyla da portföyün varyansını yani riskini azaltmada yeterli olmamasını göstermiştir. Markowitz, portföy içerisinde yer alacak menkul kıymetleri seçerken, sektörel çeşitliliğe giderek portföy riskinin azaltılmasını önermiştir. Bu yaklaşımdan hareketle Markowitz, menkul kıymetler arasındaki korelasyonu dikkate alarak oluşturduğu portföy ile bu korelasyonu dikkate almayarak oluşturulan portföyle aynı getiri oranına sahip daha az riskli bir portföy oluşturmayı başarmıştır.

Belirli risk seviyesinde olası en yüksek getirinin nasıl elde edilebileceğini araştıran Markowitz, 3 noktada geleneksel portföy yönetimine katkıda bulunmuştur (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 135). Bunlardan ilki, portföyün riskinin, portföyde yer alan varlıkların risklerinin toplamından daha az olabileceğini ve belirli şartlar altında portföyün sistematik olmayan riskinin sıfıra indirgenebileceğini göstermesidir.

Markowitz'in geleneksek portföy yönetimine sağladığı ikinci önemli katkı, yatırımcıların aynı getiriye sahip iki portföyden riski düşük olanı veya aynı riske sahip iki portföyden getirisi yüksek olanı tercih edeceği düşüncesinden hareketle, bazı portföylerin diğer portföylerden üstün olacağını belirtmesi ve bu durumu "üstünlük ilkesi" olarak tanımlamasıdır.

Üçüncü olarak ise Markowitze göre, finansal varlık seçiminde etkin sınırın söz konusu olmasıdır. Etkin sınır, belirli risk düzeyinde en yüksek getiri sağlayan portföyü ve yahut belirli bir getiri düzeyinde en düşük riske sahip olan portföyü göstermektedir. Etkin sınır üzerinde yer alan portföyler, belli bir risk seviyesinde en yüksek beklenen getiriye sahip portföyler olduğu için, bu sınır üzerinde yer alan portföylerden hangisinin seçileceği, yatırımcının riske karşı göstereceği tutuma bağlı olarak değişecektir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 135).

Modern portföy yaklaşımın babası olarak kabul edilen Harry Markowitz' in 1952 yılında yayınladığı 'Portfolio Selection' adlı makalesinden önce yatırımcılar, portföy risklerini, portföydeki menkul kıymet sayısının artırılmasıyla yani yalın çeşitlendirmeyle azaltabileceklerine inanmışlardır. Ancak Markowitz'in yayınladığı bu makale (Portfolio Selection) portföy yönetimine yeni bir akış açısı kazandırmıştır. Markowitz portföydeki menkul kıymet getirileri arasındaki ilişkinin bilinmeden portföy riskinin tamamen azaltılabileceğine inanmamaktadır. Çünkü portföydeki finansal varlıkların veya finansal varlık gruplarının benzer yönde veya tam tersi yönde hareket etmeleri mümkündür (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 143). Finansal varlıklar arasındaki bu ilişki gücü etkin portföylerin elde edilmesinde büyük önem arz eder. Markowitz çeşitlendirmesi de bu esaslara göre gerçekleştirilir. Bu sebeple Markowitz beklenen getiri ve riskin yanında aynı zamanda finansal varlıklar arasındaki kovaryansların ve korelasyonların belirlenmesi gerektiğini kabul etmektedir. Eğer bu koşullar sağlanırsa, iyi bir portföy çeşitlendirmesi yani oluşturulan portföyden maksimum fayda sağlanabilecektir.

Harry Markowitz'e göre portföy seçimi iki aşamadan oluşmalıdır. İlk aşama; menkul kıymetlerle ilgili gözlem yapılması ve belirli bir tecrübenin edinilmesiyle başlamakta ve menkul kıymetlerin gelecekte olması beklenen performanslarının belirlenmesiyle sona ermektedir. Daha sonraki aşama ise; ilk aşamada elde edilen bilgiler ışığında portföyün seçilmesiyle tamamlanmaktadır.

Portföy yönetiminde; Harry Markowitz'in bir dönüm noktası olarak nitelendirilmesindeki başlıca sebepler; ilk defa riski, bir finansal modele dahil etmesi ve rasyonel yatırımcı davranışı kavramını ilk tanıtan kişi olmasıdır (Rambaud vd., 2004: 276).

MPT' nde portföy riskinin tespiti Markowitz tarafından portföyün varyansına dayandırılmıştır (Rubinstein, 2012: 1042). Çünkü sadece çeşitlendirmeyle portföy riski elimine edilemez. Bu sebeple menkul getirileri arasındaki ilişkinin tespitiyle portföy varyansının hesaplanması gerekmektir. Ancak bir yatırımcının portföyden maksimum beklenen getiri elde etmesi, minimum portföy varyansı anlamına gelmemektedir. Eğer bir yatırımcı beklenen getiriyi elde etmek istiyorsa karşılığındaki varyansa da katlanmak zorundadır veya beklenen getirisini azaltarak varyansı düşürebilmektedir. Ancak bu durum genel beklenen getiri kuralına göre kabul edilmektedir. Çünkü risk ile getiri arasında doğrusal bir ilişki vardır. Hem riski azaltıp hem getiriyi artırmak mümkün değildir. Fakat Markowitz geliştirdiği ortalama varyans modeliyle portföyün beklenen getirisini değiştirmeden portföy varyansının nasıl minimize edilebileceğini sunmuştur.

Harry Markowitz, geleneksel portföy yönetimine aşağıdaki üç önemli hususta katkı sağlamıştır (Apak ve Demirel, 2013: 321):

a) Markowitz 'portföy yönetiminde, "kısımların veya parçaların toplamının bütüne eşit olmadığını" ispatlamıştır. Burada kastedilen portföy riskinin, portföyde yer alan menkul kıymetlerin riskinden daha düşük olabileceğidir. Hatta bazı koşullarda sistematik riskin ortadan kaldırılabilmesi yani sıfır olabilmesi de mümkündür.
b) Markowitz'e göre bazı portföyler diğerlerine göre daha üstün olabilmektedir. Yani yatırımcılar aynı getiriye sahip portföylerden daha yüksek riske sahip portföylerden kaçınacaktır veya aynı riske sahip portföylerden daha yüksek getiri sağlayan portföyü tercih edeceklerdir. Bazı portföylerin daha üstün olabilme durumları üstünlük ilkesi olarak nitelendirilmektedir.
c) Son olarak Markowitz, finansal varlık seçiminde bir etkin sınırın olduğunu ve bunun kuadratik programla yolu ile elde edilebileceğini eklemiştir.

Modern portföy yaklaşımı belirli varsayımlar içermektedir. Bu varsayımlar aşağıdaki gibi açıklanabilir (Fettahoğlu, 2016: 10):

i. Yatırımcılar riskten kaçınan davranış sergilerler.

ii. Yatırımcılar her türlü bilgiye sahiptirler.
iii. Bütün yatırımcılar yatırım kararlarında rasyonel hareket etmektedir.
iv. İşlem maliyetleri ve vergiler dikkate alınmamaktadır.
v. Bütün yatırımcılar pazara rahat bir şekilde ulaşabilmektedir.
vi. Bütün yatırım araçları sınırsız sayıda bölünebilmektedir.
vii. Yatırımcılar, getiri ve risk temelinde yatırım yaparlar ve getiri ölçütü olarak portföyü oluşturan varlıkların beklenen getiri ortalamalarını, risk ölçütü olarak ise portföydeki finansal varlık getirilerinin varyansını kullanırlar.
viii. Planlama ufku bir döneme dayanmaktadır.

Modern portföy yaklaşımın varsayımları özellikle de pazar etkinliği ve yatırımcı davranışının rasyonelliği konularında eleştiriler almıştır. Fama'nın ortaya koyduğu etkin piyasalar hipotezi piyasaların her zaman etkin olmadığını, zayıf formda ve yarı güçlü formda etkin olduğu durumlarında mevcut olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca son yıllarda davranışsal finans alanında yapılan çalışmalarda yatırımcıların tamamen rasyonel davranmadıkları belirli bilişsel ve duygusal etkiler altında kalarak yatırım kararları verdiğini ortaya konmuştur. Tüm bu eleştirilere rağmen modern portföy yaklaşımı günümüzde geçerliliğini hala korumaktadır.

Modern portföy teorisi, piyasada menkul kıymet bilgilerinin nasıl değerlendirildiğinden yatırımcı davranışların nasıl etkilendiğine kadar birtakım varsayımlara sahiptir.

Bunlar;

a) MPT sermaye piyasasının etkin olduğunu kabul eder. Bu sebeple finansal varlık fiyatlarını etkiyen tüm bilgiler hemen ve tamamen doğru bir şekilde fiyatlara yansıyacaktır. Bu durum herhangi bir anda piyasasının dengede olacağını ifade eder.
b) Bütün yatırımcıların amacı her dönemde faydalarını en çoklamaya çalışmaktır ve refahları azalan marjinal fayda eğilimi göstermektedir. Yatırımcılar, beklenen faydalara bakarak olasılık dağılımına göre finansal varlıkları seçeceklerdir.
c) Yatırımcıların, portföy yatırımlarından bekledikleri getiri oranına göre risk tahminleri de değişiklik gösterecektir (riskin tek göstergesinin, geçmişteki getirilerin standart sapması olduğu kabul edilir).

d) MPT'de yatırımcıların, yatırım karalarını belirleyen değişkenler; beklenen getiri ve risktir. Fayda (U), beklenen getiri (ER) ve getirilerdeki değişme (S) ise U= f (ER, S) denklemi bize beklenen getirinin ve getirilerdeki değişmenin faydanın bir fonksiyonu olduğunu göstermektedir.
e) MPT'de yatırımcılar, her getiri düzeyinde daha düşük riske sahip varlığı daha yüksek riske sahip varlığa veya her risk düzeyinde daha düşük getiri sunan varlık yerine daha yüksek getiriye sahip varlığı tercih edeceklerdir.

Modern portföy yönetimi yaklaşımları aşağıda açıklanmaktadır.

2.4.2.1. Markowitz ortalama varyans modeli

Portföy oluşturmada asıl amaç, yatırımcıların arzuladığı en iyi risk getiri kombinasyonun elde edilmeye çalışılmasıdır. Aslında çoğu yatırımcı bilerek ya da bilmeyerek en iyi portföy olmasa da kendilerince uygun risk getiri profillerine göre portföy oluşturmuşlardır. Ancak yatırımcıların portföylerinde çeşitlendirmeye gidilerek en iyi risk getiri bileşimini elde etmeleri Markowitz'in Ortalama Varyans Modeliyle mümkün olmaktadır (Apak ve Demirel, 2013: 325).

Harry Markowitz'in 1990 yılında Nobel Ekonomi Ödülü'nü almasını sağlayan klasik ortalama varyans modeli; ilk kez, her bir yatırımcının karşılaştığı, varlıkların yüksek getiri-düşük risk konularındaki ikilemi çözmelerini sağlayan sistematik bir çözüm yolu sunmuştur (Steinbach, 2001: 31).

Yatırımcılar kararlarını, aynı riske sahip iki yatırım alternatifinden beklenen getirisi en yüksek olandan veya aynı beklenen getiriye sahip iki yatırım alternatifinden riski en düşük olan portföyden yana vereceklerdir. Bu doğrultuda yani ortalama varyans ölçütüne göre yatırım kararları verildiğinde, yatırımcılar beklenen faydalarını maksimize etmiş olurlar. Ancak yatırımların olasılık dağılımının yaklaşık olarak normal dağıldığı varsayımının gerçekçi olmaması sebebiyle eleştirilmiştir. Normal dağıldığı varsayımına karşı yatırımcıların fayda fonksiyonun daha çok karesel veya kuadratik olabileceği ileri sürülmüştür. Ortalama varyans ölçütü ancak bu doğrultuda geçerliliğini devam ettirebileceği kabul edilmektedir (Apak ve Demirel, 2013: 325).

Markowitz modeli olarak da bilinen Ortalama Varyans Modeli'nin temel odak noktası portföyün beklenen getirisi ve riskidir. Markowitz, bir finansal varlığın getirisi yerine

gelecekte elde edeceği getirisi yani beklenen getirisi üzerinde durmuştur. Bir finansal varlığın gelecekteki getirisini tahmin etmek oldukça güçtür. Buna karşın, geçmiş verilerden hareketle gelecekteki getirilerin olasılık dağılımlarını oluşturmak mümkündür. Dolayısıyla, bir finansal varlığın belirli bir dönemdeki getirileri ile bu getirilerinin gerçekleşme olasılıklarının çarpımın toplamı, o finansal varlığın beklenen getirisini bize verir. Portföyün beklenen getirisi ise, portföyün içerisindeki finansal varlıkların ağırlıklı ortalamasıdır (Karan, 2013:140).

Ortalama varyans modeline göre, optimal bir portföy oluşturmak için sadece beklenen getiriyi bilmek yeterli değildir, aynı zamanda portföye dahil edilen finansal varlıkların her birinin beklenen getirisinin sapma olasılığının, yani riskinin de hesaplanması gerekmektedir. Bu olasılık, yatırımcının yapmış olduğu yatırımdaki riskini ifade etmektedir. Yatırımcı oluşturacağı portföyle, bu riski en aza indirgemeye çalışır. Riski finansal açıdan tanımlamak gerekirse, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı olarak ifade edilebilir. Bir portföyün riski, portföyün beklenen getirisinin aksine, o portföyün içerisinde yer alan finansal varlıkların risklerinin ağırlıklı ortalaması değildir. Portföyün riski, içerisindeki finansal varlıkların risklerinin ağırlıklı ortalamasından daha küçüktür. Portföy riskini hesaplamak için standart sapma veya varyans kullanılır. Standart sapma varyansın kareköküdür. Standart sapmanın veya varyansın küçüklüğü, o yatırımın riskinin düşük olduğu anlamına gelmektedir (Karan, 2013: 152).

Varyans bize beklenen değerlerin ortalamadan ne kadar uzaklaştığını gösterir fakat, varlıklar arasındaki ilişki hakkında bir bilgi sağlamaz. Bu nedenle, iki varlık arasındaki ilişkiyi gösteren kovaryans değerine bakmak gerekmektedir (Sayılgan, 2013: 140).

2.4.2.2. Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (SVFM), bir finansal varlığın beklenen getirisi ve riski arasındaki ilişkisini, çeşitli prensipler ve varsayımlar altında ortaya koymaya çalışan bir modeldir. Bu model, Markowitz'in ortaya koyduğu portföy teorisinin temelleri üzerine oturtulmuş ve Sharpe, Lintner ve Tobin gibi bilim adamları tarafından geliştirilmiş bir yaklaşımdır. SVFM bir denge modeli olup, bir finansal varlığın sahip olduğu riske uygun bir getiri sağlayıp sağlamadığını araştıran bir modeldir. Bu yaklaşım, herhangi bir finansal varlığın piyasada nasıl fiyatlandığını görebilmek için bir model oluşturma fikri üzerine kurulmuştur. Model, sadece pazarda işlem gören bir finansal varlığın fiyatının ne olup

olmadığıyla ilgili bir yaklaşıma sahip değildir, aynı zamanda henüz pazarda işlem görmeye başlamamış bir finansal varlığın, sağlaması gereken getiriyi de açıklamaya çalışan teorik bir çerçeve sunmaktadır (Karan, 2013: 199). SVMF, çok sayıda basitleştirilmiş varsayıma dayanmakla birlikte, bu varsayımların gerçek piyasa şartlarında geçerli olduğunu ifade etmek pek mümkün değildir (Köseoğlu ve Mercangöz, 2013: 58).

Modelin varsayımları aşağıdaki gibidir (Sayılgan, 2013:127).

a) Vergi, işlem maliyeti, komisyon gibi maliyetler yoktur.
b) Açığa satış mümkün olup açığa satışı engelleyecek herhangi bir düzenleme yoktur.
c) Yatırımcıların risk ve getiri duyarlılıkları aynıdır. Başka bir ifade ile bütün yatırımcılar aynı risk düzeyinde aynı getiri beklentisine sahiptir.
d) Yatırımcıların zaman ufukları aynıdır.
e) Yatırımcıların tamamı riske karşı duyarlıdır ve servet maksimizasyonunu amaçlarlar. Ayrıca yatırımcılar Markowitz'in etkin portföy modelini temel alırlar ve etkin sınır üzerinde hangi noktada yer alacaklarına kayıtsızlık eğrileri doğrultusunda karar verirler.
f) Getiriler matematiksel olarak normal dağılım gösterirler.
g) Finansal varlıklarla ilgili bilgilere tüm yatırımcılar maliyetsiz bir şekilde ve aynı anda ulaşabilmektedir.
h) Yatırımcıların tamamı risksiz faiz oranından sınırsız şekilde borç alıp verebilir.
i) Yatırımcılar istedikleri miktarda varlık alım satımı yapabilir, varlıklar sonsuz bölünebilir özelliktedir.
j) Risk ve getiri arasında sistematik bir ilişki mevcuttur.
k) Herhangi bir yatırımcı hiçbir şekilde tek başına fiyatları etkileyemez.

Varsayımlardan da görüldüğü üzere, SVFM risk ve getiri ilişkisini olabildiğince basite indirgeyerek açıklamaya çalışmıştır. SVFM'ye göre, bütün yatırımcıların beklentileri homojen olacağından, tüm yatırımcılar yatırım alternatiflerini tercih ederken, aynı risk-getiri ilişkisini tercih edecek ve böylelikle tüm yatırımcılar aynı portföyü tercih etmiş olacaktır. Dolayısıyla, tüm yatırımcıların aynı portföyü tercih etmesiyle oluşan bu portföy, pazar portföyü olacaktır. Pazar portföyü, piyasada yer alan bütün menkul kıymetlerin toplamına eşittir ve menkul kıymetlerin piyasadaki paylarına göre ağırlıklandırılarak oluşturulur.

SVFM, Markowitz'in ortaya koymuş olduğu portföy teorisinin üzerine inşa edilmiş bir model olmakla birlikte, Markowitz'in portföy teorisine oranla daha basit matematiksel hesaplamalar içermektedir. Markowitz'in portföy teorisinde, portföyün riskini hesaplayabilmek için, tüm menkul kıymetlerin birbiriyle olan korelasyonunun hesaplanması gerekmektedir. Bu durum, portföydeki menkul kıymet sayısı arttıkça yapılacak hesaplamaları artırmakta, belirli bir noktadan sonra işi içinden çıkılmaz bir hale getirmektedir. SVFM bu noktadaki karmaşıklığı ortadan kaldırmak için, portföy içerisindeki tüm menkul kıymetlerin birbiriyle korelasyonunu hesaplamak yerine, oluşturulan pazar portföyü ile olan korelasyonunu hesaplamanın yeterli olacağını ileri sürmektedir.

SVFM'nin ortaya koyduğu bir başka yenilik ise, Markowitz'in oluşturduğu modelde yalnızca riskli finansal varlıklara yatırım yapılabilmekteyken, SVFM'de riskli varlıkların yanı sıra, risksiz varlıklara da yatırım yapılabilmesidir (Karan, 2013: 200). Herhangi bir yatırımcı, risk almadan yatırım yapmak istiyorsa, risksiz bir yatırım aracına yatırım yapmak durumundadır. Bu durumda, yatırımın riski yani standart sapması sıfır ve beklenen getiri oranı da en düşük getiri oranı olmaktadır. Yatırımcı, yatırımının belirli bir kısmını risksiz yatırım aracına, geri kalan kısmını da riskli bir yatırım aracına yatırdığında, riski artarken beklenen getiri oranı da artacaktır. Doğal olarak, yatırımcı portföyünde yer alan riskli varlık oranını ne kadar artırırsa, portföyün beklenen getiri oranı ve riski o oranda artacaktır. Markowitz bize, etkin sınır üzerindeki portföylere yatırım yapılması gerektiğini göstermişti. Yatırımcıların almak istedikleri riske ve buna bağlı olarak elde edecekleri beklenen getiri oranına göre, etkin sınır üzerinde yer alan herhangi bir portföye yatırım yapmaları gerekmekteydi.

SVFM bir denge modelidir ve piyasaların daima dengede olduğunu belirtir. SVFM'ye göre, pazar portföyü piyasadaki bütün varlıkları içermektedir. Aksi durumda, pazar portföyü piyasada bulunan herhangi bir varlığı içermiyorsa, o varlığa kimse yatırım yapmıyor demektir. Bu durumda, piyasada o varlığın fiyatı düşecektir. Piyasada fiyatı düşen bu varlığı gören yatırımcılar, bu fiyat düşüşünü bir fırsat olarak algılayacak ve bu varlığı satın alarak portföylerine eklemiş olacaktır. Böylece, pazar portföyünde yer almayan bu varlık tekrar pazar portföyünün içerisinde yer almış olacaktır. Dolayısıyla, piyasa tekrar dengeye gelmiş olacaktır.

Sermaye Piyasası Doğrusu yatırımcının risk almadığı zaman risksiz yatırım oranı kadar getiri elde edebileceğini, daha fazla bir getiri elde etmek isterse, bunun karşılığında belirli bir oranda riske katlanması gerektiğini ifade etmektedir (Karan, 2013: 202). İşte bu noktada SVFM bize, riskli yatırım araçlarından ve bunların kombinasyonlarından oluşan portföylerin piyasa portföyü ile ilişkisini belirleyerek, beklenen getiri oranlarının ne olması gerektiğini, diğer bir ifadeyle, bu beklenen getiri oranı için risksiz getiri oranına göre ne kadarlık bir risk priminin talep edilmesi gerektiğini açıklamaktadır (Sayılgan, 2013: 128).

Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu ile Sermaye Piyasası Doğrusu arasındaki bir diğer önemli fark, Sermaye Piyasası Doğrusu sadece etkin portföyleri dikkate alırken, Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu hem etkin hem de etkin olmayan portföyleri dikkate almaktadır (Bayrakdaroğlu, 2018: 126). Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu üzerinde yer alan bütün noktalar risk ve getiri açısından optimum olup, hiçbir noktanın diğerine göre bir üstünlüğü yoktur (Ercan ve Ban, 2015: 196).

2.4.2.3. Arbitraj fiyatlama teorisi

Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), Ross tarafından SVFM'ye alternatif olarak geliştirilmiş bir modeldir. SVFM bir yatırımın getirisini pazar portföyünün getirisi ile açıklamaya çalışırken, AFT bir yatırımın getirisinin birden çok faktöre bağlı olduğunu ileri sürmektedir. AFT, SVFM'ye göre daha genel bir model olup daha az varsayım içermekte, yatırımcıların tercihleri ve pazarın dengede olması gibi varsayımlar içermemektedir (Karan, 2013:257).

AFT'nin 3 temel varsayımı vardır. Bunlar;

i. Pazarda tam rekabet koşulları mevcuttur.
ii. Belirsizlik koşulları altında yatırımcılar her zaman daha fazla getiriyi, daha az getiriye tercih ederler.
iii. Finansal varlıkların beklenen getirisi doğrusal bir (k) faktörlü model ile gösterilebilir.

AFT temelde tek fiyat yasasına dayanmaktadır. Tek fiyat yasasına göre piyasada bir varlığın iki farklı fiyatı olması söz konusu olamaz. Eğer böyle bir durum piyasada mevcut ise, yatırımcılar o varlığı düşük fiyatlı olduğu piyasadan satın alıp yüksek fiyatta olduğu piyasada satarak arbitraj işlemi yapabileceklerdir. Bu durumda varlığın fiyatı düşük olan

piyasada artarken, yüksek olan piyasada azalacak ve fiyat her iki piyasada dengeleninceye kadar bu işlem devam edecektir (Rensburg, 1997: 62).

AFT getiri ve risk arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu kabul etmekte ve bir finansal varlığın getirisinin, piyasadaki birçok faktörden etkilendiğini ileri sürmektedir. Bir varlığının beklenen getirisindeki belirsizliğin iki temel kaynağı vardır. Bunlardan ilki faiz, enflasyon, milli gelir artışı, dış ticaret dengesi gibi makroekonomik faktörler, diğeri ise firmaya özel mikro ekonomik faktörlerdir. Piyasada finansal varlık getirilerini her zaman etkileyen risk faktörleri mevcut olmakla birlikte, farklı zaman ve koşullarda bazı risk faktörleri de finansal varlık getirileri üzerinde etkili olabilmektedir. Örneğin, Körfez krizi sırasında petrol fiyatları finansal varlık getirilerini etkileyen risk faktörlerinden biri olmuştur (Yörük, 2000: 67).

2.4.2.4. Fama-French üç faktör modeli

SVFM'de tek risk faktörü olarak beta katsayısı kullanılmaktaydı. Banz yaptığı çalışmada, pay senetlerindeki yatay kesit değişimin açıklanmasında, beta katsayısının yanında firma büyüklüğünün de etkili olduğunu ortaya koymuştur. Banz'dan sonra Rosenberg, Reid ve Lanstein Piyasa Değeri Defter Değeri (PD/DD) oranı ile pay senetlerinin getiri oranları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuşlardır. Fama ve French bu çalışmalar ışığında, pay senetlerindeki yatay kesit değişimini açıklayan tek risk faktörü olan beta katsayısının yanında, hisse senedi getirileri ile firma büyüklüğü, PD / DD oranı ve finansal kaldıraç arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Fama ve French yaptıkları bu çalışmada, firma büyüklüğü ve PD/DD oranının hisse senedi getirilerini etkileyen önemli değişkenler olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışmaya göre getiri ile PD/DD oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcutken, getiri ile büyüklük arasında ise negatif yönlü bir ilişki mevcuttur. Diğer bir ifade ile PD / DD oranı arttıkça hisse senedinin getirisi artmakta, firma büyüklüğü arttıkça hisse senedinin getirisi azalmaktadır (Coşkun ve Çınar, 2014:236).

Fama ve French bu çalışmadan yola çıkarak 1993 yılında yaptıkları başka bir çalışmada, bu iki değişkeni yani firma büyüklüğü ile PD/DD oranını modele ekleyerek üç faktör modelini oluşturmuşlardır. Modele göre hisse senedinin beklenen getirileri;

i. Piyasanın risksiz faiz oranı üzerindeki fazla getirisine,
ii. Piyasa değeri küçük olan hisselerden oluşan portföyün getirisi ile piyasa değeri büyük olan hisselerden oluşan portföyün getirisi arasındaki farka (SMB),

iii. PD / DD oranı yüksek olan hisselerden oluşan portföyün getirisi ile PD/DD oranı düşük olan hisselerden oluşan portföyün getirisi arasındaki farka (HML) ilişkin duyarlılık katsayılarından etkilenmektedir.

2.4.2.5. Faktör (Endeks) modeller

Markowitz'in ortaya koyduğu Ortalama Varyans Modeli finans dünyasına büyük bir yenilik getirmiştir. Fakat modelin günün şartlarında uygulamadaki zorlukları araştırmacıları yeni arayışlara itmiştir. Yapılan yeni çalışmalar, Ortalama Varyans Modelinin sadeleştirilmesine ve finansal varlık getirilerini etkileyen faktörlerin belirlenmesine yönelik olarak devam etmiştir. Yapılan bu çalışmalar literatürde Faktör (Endeks) modeller olarak yerini almıştır. Faktör modeller tekli ve çoklu faktör modeller olmak üzere 2 ana başlık altında incelenmektedir.

Sharpe (1963) yaptığı çalışmada, Markowitz'in ortaya koyduğu Ortalama Varyans Modeli'ni sadeleştirerek tek faktörlü (endeksli) modeli ortaya koymuştur. Sharpe, bütün menkul kıymetlerin piyasa ile doğrusal bir ilişkiye sahip olduğunu ve finansal varlık getirilerinin basit regresyon modeli ile ifade edilebileceğini ifade etmiştir. Sharpe çalışmasında, finansal varlık getirilerini tek bir faktöre bağlı olarak açıklamaya çalışmıştır. Tek faktör modeli, bağımlı değişkeni finansal varlık getirisi, bağımsız değişkeni ise bu finansal varlığın getirisini açıklamada kullanılacak olan en önemli faktör olan basit bir regresyon analizidir. Tek Faktör (Endeks) Modeli, bir finansal varlık getirisi ile pazar arasında doğrusal bir ilişki olduğunu kabul eder (Doğukanlı ve Borak, 2018: 154).

Tek Faktör (Endeks) Modeli'ne göre finansal varlıkların risk bileşimini görebilmek için, karakteristik doğru da denilen regresyon modelinin yani eşitliğin varyansını almak gerekir (Özarslan, 2018:373).

Tek faktörlü model finansal varlık getirilerini tek bir faktöre bağlı olarak açıklamaya çalışmaktadır. Daha sonraları yapılan çalışmalar, finansal varlık getirilerini etkileyen farklı faktörlerin olduğunu ortaya koymuştur. Dolayısıyla, tek faktörlü modeller yerine çok faktörlü modellerin kullanılması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Çok faktörlü modelin tek faktörlü modelden farkı faktör sayısındaki artış olmakla birlikte, modelin temel mantığında bir değişiklik yoktur. Çok faktörlü bir model aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Elton ve Gruber, 1995: 130-131).

Modeldeki faktör sayısı finansal varlık getirisini etkileyen faktör tahminine göre değişmektedir. Örneğin, hisse senedi getirilerini etkileyen faktör olarak enflasyon ve döviz kurunu gören bir araştırmacı modele bu iki faktörü eklerken, faiz oranlarının veya firma içi faktörlerin de hisse senedi getirisi üzerinde etkili olabileceğini varsayan bir araştırmacı modele bu faktörleri de ekleyebilir. Hisse senedi getirilerini etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla yaptıkları çalışmada Chen, Roll ve Ross, hisse senedi getirileri üzerinde, enflasyon, sanayi üretimi, faiz oranları, yüksek ve düşük dereceli tahvil faizi arasındaki getiri farkı gibi faktörlerdeki beklenmedik değişimlerin etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

Yatırımcıların genellikle riske karşı tutumunun kaçınma yönünde olduğu kabul edilse de her yatırımcının riskten aynı oranda kaçındığı söylenemez. Bazı yatırımcılar riskten büyük oranda kaçınırken, bazıları ise daha az oranda kaçınma eğilimi göstermektedir. Bu doğrultuda yatırımcıların riske göre tutumu farklılaştıkça, kayıtsızlık eğrileri de değişmektedir. Aşağıdaki şekilde yatırımcıların yüksek, orta ve düşük derecede riskten kaçınma durumunda kayıtsızlık eğrilerinin ne şekilde olacağı örneklendirilmiştir (Konuralp, 2005: 318).

2.5. PORTFÖY YÖNETİM STRATEJİLERİ

Portföy yönetimi genel anlamda birçok menkul kıymeti, belirli kıstaslar altında yatırımcıların risk-getiri tercihlerine uygun bir şekilde maksimum getiri minimum risk ilkesi altında etkin bir şekilde yönetilmesi işidir. Bu bağlamda portföy yöneticilerinin temel birtakım yükümlülükleri doğmaktadır. Bir portföy yöneticisinin görevlerini genel olarak üçe ayırmak mümkündür (Karan, 2013: 553). Bunlar;

i. Portföyün oluşturulması ve analizi işlemi: Bu aşamada portföy yöneticisi, yatırımcısının portföyden beklentisine uygun olarak maksimum faydayı elde edeceği araçların seçimi yaparak portföyü oluşturur ve daha sonra da portföyü beklenen risk ve getiriye göre analizini gerçekleştirir.
ii. Portföy revizyonu: Portföy yöneticisi, oluşturduğu portföyü değişen piyasa koşullarına göre revize eder. Yani portföyden çıkarılacak veya alınacak menkul kıymetlere karar verir.
iii. Portföy performansının analizi: Son durumda portföy yöneticisi, portföyün gerçekteki başarısının anlamak için bir performans değerlendirmesi yapar ve alternatifi bir portföyle kıyaslayarak ölçümünü gerçekleştirir.

Portföy yöneticileri, portföy yönetim faaliyetlerini gerçekleştirirken belirli stratejilere göre hareket ederler. Bu stratejiler, pasif ve aktif portföy yönetimi olarak karşımıza çıkmaktadır.

a) Pasif yönetim stratejisi; portföy yöneticisi değişen sermaye piyasası beklentilerine göre uygun pozisyon almaz. Pasif yaklaşımda, portföy kompozisyonu değişen piyasa beklentilerine karşı tepkisizdir (Maginn vd., 2007: 7). Çünkü temeli sadece tek bir portföyün kurulmasına dayanır ve uzun vadede elde tutulacağı düşünülerek oluşturulur. Ancak gerekli görüldüğünde birtakım değişiklikler yapılmaktadır (Usta, 2011: 335). Pasif yönetim, bir varlık sınıfı ya da bir endeks içindeki bütün menkul kıymetleri (ya da istatiksel olarak temsili bir örneği olan) satın alarak piyasa getirilerini kazanmaya çalışır. Genellikle bu yaklaşımda pazarı yenme düşüncesi yoktur. Onun yerine piyasanın getirilerini karşılamak temel gayeleridir (Chambers, 2008: 66).

   Pasif portföy yaklaşımını benimseyenler, pazarın genel getirisini elde etmenin en iyi yolunun, düşük maliyetli piyasa takibi endeksi yatırımları yapmanın olduğunu savunmuşlardır. Bu yaklaşımın temeli; tüm yatırımcıların, menkul kıymetlerle ve yatırımcılarla ilgili gerekli tüm bilgilere ulaşılabilmesi nedeniyle etkin piyasa kavramına dayandırılmıştır. Etkin piyasa, yatırımcılara ve menkul kıymetlere ait bütün bilgilere erişebileceğinden dolayı kimsenin piyasanın üzerinde bir getiri elde edemeyeceği ve bütün bilgilerin aynı anda tüm yatırımcılara ulaşması ile aynı anda menkul kıymet fiyatlarına yansıması piyasada ucuz veya pahalı menkul kıymetlerin olamayacağı görüşüne dayanmaktadır. Etkin piyasa yaklaşımı, aynı zamanda yatım maliyetlerinin düşürülmesinin net gelirin artırabilmesinde kilit bir rol üstlendiğini savunmaktadır. Çünkü menkul kıymetler belirli bir endekse göre seçileceğinden menkul kıymet analizi yapmaya gerek yoktur. Dahası, alım- satım işlemlerinin daha seyrek yapılıyor olması, daha az bir sermaye kazancı yaratması nedeniyle nispi vergi avantajı sağlamaktadır (Weiss, 2010: 1).

   Bir pazarda yatırımcılar, finansal varlıkların risk ve getirileri hakkında homojen beklentilere sahiplerse, bu durumda pazar portföyü ile finansal varlık piyasa doğrusu hakkında eşdeğer fikirlere sahiptirler demektir. Bu durumda yatırımcıların portföylerinde sürekli alım satım yapmakla fazladan bir getiri elde edemeyeceğinin göstergesidir (Karan, 2013: 554).

b) Aktif yönetim stratejisi; yatırım sürecinden daha iyi sonuçlar sağlamak için yatırım uygulamasında sıkça kullanılan bir stratejidir (Patev ve Petkov, 2017: 15). Bu stratejinin temeli, portföyün sürekli olarak bir değişime tabi tutulmasına dayanır. Bu duruma sebep olan, etkin piyasa hipotezini kabul etmeyen veya bu konuda ciddi şüpheleri olan yatırımcıların menkul kıymet fiyatlarının tam olarak gerçeği yansıtmayacağı düşüncesidir. Yatırımcıların aktif portföy stratejisini benimsemesinin nedeni de bu düşünceye dayanmaktadır. Ancak bu strateji, pasif portföy stratejisiyle kıyaslandığında birtakım fazladan işlem maliyetlerini (hem zaman hem de finansal açısından) ortaya çıkarmaktadır. Ancak bu stratejiyi benimseyenler maliyetlere katlanmaya hazırdır çünkü portföylerinden elde edecekleri marjinal faydanın, marjinal maliyetten daha fazla olacağına inanırlar.

   Aktif yönetim stratejisinin en geleneksel şekli, en iyi risk-getiri özelliklerini sağlamak adına tanımlanan bireysel hisse senetlerinin seçilmesidir. Hisse senetleri tipik olarak menkul kıymet analizi ile seçilir, ancak teknik analiz de kullanılır ve yer yer ikisinin birlikte kullanıldığı kombinasyonları da mevcuttur. Aktif yönetim stratejisini benimseyenler aynı zamanda diğer piyasa katılımcılarına göre daha çok avantaja sahip oldukları savunulur. Bu avantajlar; üstün analiz ve muhakeme yeteneği, üstün bilginin yanında özellikle de kurumların yapamayacağını yapma kabiliyetini ve isteğini kapsar. Örneğin, çok büyük kurumsal firmalar küçük ölçekleri şirketlerde pozisyon alamaz, genellikle bu boşluk bireysel yatırımcılar içindir. Dahası, bu yatırımcıların çeşitlendirilmiş portföy oluşturmaları zorunlu değildir ve başka kurumlara uygulanan kısa satışlar veya marj ticareti yapma gibi yasaklar mevcut değildir.

   Aktif portföy yöneticiliği aynı zamanda daha düşük fiyatlanmış menkul kıymetleri alma imkanı sunarken, bir yandan sektör performansını önceden değerlendirmeyi ve endeksin üstünde bir performans gösterebilmeyi sağlayabilmektedir (Usta, 2011: 336).

2.5.1. Satın Al ve Elde Tut Stratejisi

Pasif yönetim stratejilerinden biri olarak kabul edilmektedir. Finansal varlık yatırımlarında kullanılabilecek en kolay stratejidir. Burada, yatırımcı ihtiyaç ve isteklerine uygun menkul kıymetler alınır ve önemlisi elde tutma sürelerini kendi isteğine uygun bir şekilSde

gerçekleştirebilmesidir. Belirlenen vade süresi içinde, menkul kıymet fiyatları ucuzlasa dahi herhangi bir alım-satım işlemine başvurulmamaktadır (Kabakçı, 2015: 49).

Portföy oluşturma aşamasında yatırımcıların amacı, birtakım kriterleri (Faiz oranları, vade, temettü, kupon, geri ödeme süresi gibi) göz önünde bulundurarak en uygun menkul kıymeti belirlemektir. Vade sonunda portföy eğer, yatırımcının beklediği performansı gösterirse; yatırımdan bir kazanç elde eder. Aksi durumda ise oluşturulan strateji başarısızla sonuçlanarak bir zarar ortaya çıkmaktadır (Usta, 2011: 336).

Bu stratejide aynı zamanda, hangi finansal varlıkların seçileceğine ve portföye ne zaman dahil edilip çıkarılacağına dair net bir zamanlama mevcut değildir. Bu sebeple, yatırımcının sahip olduğu piyasana bilgisi ve öngörü yeteneği stratejinin belirlenmesinde en önemli faktör olmaktadır. Ayrıca alım-satım işlemlerinin tek defaya mahsus olarak gerçekleştirilmesi, ödenecek komisyonların daha düşük seviyelerde tutulmasını sağlayabilmektedir.

Yatırımcıların risk ve getiri konusunda genel tercihleri, daha düşük seviyede riske karşılık daha az bir getiriyi sağlayacak finansal varlıkları portföylerinde tutma eğilimi göstermektedir. Bazı yatırımcılar, fiyat ve yeniden yatırım risklerini minimize etmek amacıyla vadeleri gerçekleşmesi tahminlenen yatırım dönemine yakınlığın olan tahviller hakkında bilgi edinme eğilimine sahip olmaktadır. Sonuç olarak bu stratejinin başarısı, yatırımcıların hangi araçları portföyüne dahil edeceğine ve vade ayarlamasının ne zaman ne kadar süreyle yapılacağının doğruluğuna göre değişmektedir (Karan, 2013: 557).

2.5.2. Maliyet Ortalama Stratejisi

Maliyet ortalama strateji, daha çok yatırımlar hakkında derin bilgisi olmayan, analiz yapma konusunda yetersiz olan yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Çünkü bu strateji, yatırımcıların en çok zorlandığı zamanlama konusunda yardımcı olmaktadır. Burada asıl olan portföye hangi menkul kıymetlerin dahil edileceğinden çok, ne zaman dahil edileceğidir. Genellikle bu stratejinin temeli, yatırımcıların belirledikleri dönemlerde (aylık, üç aylık yıllık) sürekli olarak eşit tutarda menkul kıymet alınmasına dayanmaktadır. Yatırımcılar bu durumda, daha ucuz fiyattan, daha çok menkul kıymeti portföylerine alma şansı yakalayabilirler. Böylelikle; ortalama alış fiyatı, ortalama piyasa fiyatının altında bir fiyat performansı sağlanabilir. Bu stratejinin en önemli özelliği de ortalama birim maliyetin azaltılmasına olanak tanımasıdır. Menkul kıymet fiyatları ucuzladığında hem daha çok menkul kıymet alınmasını, hem de daha pahalı olarak alınan menkul kıymetlerde ortalama

fiyatın düşmesini sağlayacağından dolayı çift yönlü bir avantaj elde edilebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 268).

Başarılı bir portföy bu stratejiyle oluşturulabilir ve yöntem doğru uygulandığında, yatırımcılarına portföylerinden kar elde etme olanağının yanında başka imkanlarda sunmaktadır. Bunlara; piyasada oluşan ortalama fiyatın altında bir ortalama maliyet elde edilmesi, kısa vadede büyük bir portföy elde etmeye kıyasla uzun vadede daha küçük miktarlarla büyük bir portföye sahip olunması, menkul kıymet fiyatlarının pahalı olduğu dönemlerde büyük miktarla alınmasının yaratacağı yüksek maliyete katlanılmamasını, piyasanın düşüş eğilimi gösterdiği bir dönemde; menkul alımı gerçekleştirildiğinde toplam portföy değeri düşmesine rağmen fiyatı ucuzlamış menkul kıymetlerden daha çok alınacağı için ortalama maliyette pozitif bir etki yaratması örnek olarak verilebilir. Ancak faydalarının yanında birtakım sakıncaları da bulunmaktır (Usta, 2011: 338). Bunlar;

i. Maliyet ortalama stratejisinin başarısın altında yatan önemli sebeplerden biri yatırımın uzun vadeli ve düzenli olarak yapılmasıdır. Ancak bazı yatırımcılar birikimlerini uzun yıllar devamlı olarak fiyatı düşüş trendinde olan pay senetlerinde değerlendirmek istemeyebilir. Aynı zamanda, yatırım dönemi geldiğinde, yatırımcıların alım gücene sahip olamayacak olma ihtimalleri de sakıncalı bir durumdur.
ii. Bu stratejinin yatırımcılara ne zaman alım yapılması gerektiğini sunmasının yanında ne zaman satılması gerektiği konusunda yardımcı olamamaktadır. Özellikle piyasa bilgisi daha yetersiz olan kişilerin bu stratejiyi kullanması, zamanlama konusunda yanlış karar almalarına yol açabilir.
iii. Portföylerini realize etmek isteyen veya zorunda kalan yatırımcılar, özellikle ayı piyasasının hakim olduğu dönemlerde, portföylerini daha düşük değerde nakde çevirmek zorunda kalabilirler. Bu gibi durumlarla karşılamamak için portföy sahiplerinin ihtiyaç gerçekleşmeden elden çıkarmaya başlamasında fayda vardır.
iv. Portföy için önemli bir husus olan yatırım zamanın belirlenmiş dönemlerde yapılması gereği, hangi durumda olursa olsun değiştirilmemelidir. Bazen yatırımlar piyasanın yükselişe geçeceğine inanıp yatırım dönemi daha gelmeden düşük fiyattan alım yapmak isteyebilirler veya yatırım dönemi geldiğinde alım yapmayabilirler. Ancak yöntemin etkisi, sadece belirlenmiş yatırım dönemlerinde

yapılmasına bağlı olduğu için aksi durumda gerçekleştirilen her işlem stratejinin etkinliğini ortadan kaldırmaktadır.

2.5.3 Endeks Fonlar Stratejisi

Bu strateji, pasif yönetimde kullanılan stratejilerden biridir. Bu sebeple, pasif yönetimin temel mantığını oluşturan menkul kıymet seçiminin belirli bir endeksten gerçekleştirilmesiyle aynı doğrultuda, pay senetlerin seçilen endeks içindeki ağırlıkları değiştirilmeden portföye dahil edilerek endeks fon stratejisi oluşturulabilir. Amaç, piyasası temsil ettiği kabul edilen endeks kadar getiri sağlamaktır. Pasif yönetim altında değerlendirilmesindeki temel sebep ise, değişen piyasa koşullana göre bir süre alım satım işleminin yapılmamasıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 279).

Endeks fonlar stratejisini benimseyenlerin genel düşüncesi, piyasanın etkin olduğunu kabul ederek, pay senedi seçmenin bir anlamı olmayacağını, zaten menkul kıymet fiyatlarının gerçek fiyatları yansıttığını kabul ederler. Bu sebeple portföylerini, belirli bir endeksin pay senetlerinden seçerek oluştururlar. Aynı zamanda bu strateji, firma riskini ortadan kaldırmak isteyen yatırımcılar için en iyi çeşitlendirme opsiyonu olarak sunulmaktadır. Endeks fon oluşturmak farklı yöntemler kullanılabilir (Karan, 2013:558).

Endeks fon oluşturulurken; bazı endekslerin çok fazla hisse senedini içerdiği durumda, belirli kriterlerde portföye dahil edilecek pay senetlerinde kısmi bir seçim yoluna giderebilir. Bu durum literatüre endeksin kısmen temsil edilmesi olarak geçmiştir. Asıl olan ödenecek komisyon giderlerini ve daha sonraki yönetim giderlerini düşürmeyi sağlamaktır. Ancak endeksin kısmen temsil edilmesi, hisse senetlerin geçmiş verileriyle gelecekte olması gereken fiyatların tahmin edilmeye çalışılması eleştirilmiştir. Bu sebeple, portföyün getirisinin belirli aralıklarla endeksle tutarlığının kontrol edilmesinde fayda vardır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 280).

2.5.4. Sabit Değer Stratejisi

Sabit değer stratejisin en önemli özelliği; stratejinin portföyde bulunan hisse senedine endeksli olarak oluşturulmasıdır. Stratejiye göre portföy; hisse senetleri ve sabit getirili menkul kıymetlerle (tahvil, DİBS gibi) oluşturulmalıdır. Ancak buradaki önemli nokta; portföy oluşturulurken belli sabit bir tutarı temsilen hisse senedi alınmasıdır. Aslında parasal olarak bir endeksleme yapmaktan farksızdır. Piyasadaki fiyat hareketlerine bakılmaksızın 10.000 dolarlık hisse senedi bulundurma örnek olarak gösterilebilir. Buradaki önemli husus;

hisse senedi fiyatları yükseldiğinde, portföyde hisse senetlerinin getirdiği artış tutarı kadar hisse senedinin satılarak tahvile yatırım yapılması, düştüğünde ise gerekli olan miktar kadar tahvil satılarak yerine hisse senedi alınmasıyla fiyat tutarının yine eşitlenmesidir (Kabakçı, 2015: 50).

Bu stratejinin başarılı olabilmesinde önemli birkaç hususun iyi değerlendirilmesi gerekmektedir. Öncelikle hisse piyasasının iyi bir şekilde analizi yapılmalıdır. Çünkü hisse senetlerinin gelecekteki durumu iyi bir şekilde tahmin edilemezse çok ciddi zararlar ortaya çıkabilir. Ayrıca portföyden elde edilecek kar hisse senedi değer artışına bağlı olduğundan, doğru hisse senedinin seçimi de önemli rol oynamaktadır (Apak ve Demirel, 2013: 336). Bu stratejinin uygulamasında önemli hususları sıralarsak;

a) Yatırımın ilk safhasında, belirlenen hisse senetlerinin piyasa değeri çok önemlidir. Çünkü belirlenen bu değer yatırım boyunda sabit tutulacağı için dikkat edilmesi gereken önemli hususlardandır. Ayrıca yatırımın ilk kez gerçekleştirildiğinde, fiyatların makul bir seviyede tutulmasında fayda vardır.
b) Stratejinin kazanç sağlayabilmesi için fiyatları sürekli belirli bir trendde (azalış veya artış) seyreden pay senetlerinden ziyade, fiyatların daha çok dalgalanma gösterdiği, daha çok volatiliteye sahip pay senetleri seçilmelidir.
c) Bu stratejide; portföy, pay senedi ve sabit getiri menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Ancak önemli bir konu da portföy içindeki dağılımlarıdır yani yatırımcıların finansal araçlara portföy içinde atadığı ağırlıklardır.
d) Yatırımcıların al ve sat kararları için birtakım kıstaslar belirlemesi gerekir. Ayrıca belirli aralıklarla portföy değerinin de kontrol edilmesi önemlidir.

2.5.5. Sabit Oran Stratejisi

Sabit oran stratejisi; en basit şekilde, portföy içinde hisse senetlerinden oluşan miktarın tahvillerin oluştuğu miktara oranlanmasıysa elde edilen yüzdesel değerin sabit tutulmasıdır. Örneğin; yatırımcının portföyünü piyasa değeri %50 ye %50 olacak şekilde hisse senedi ve tahvile dağıtabilir (Usta: 2011: 340).

Hisse senedi piyasasındaki yükseliş ve düşüşler, portföyün sabit getirilerden oluşan kısmın oranında değişiklere sebep olur. Ancak burada önemli olan oranların sabit tutulması olduğu için piyasada hisse fiyatları düştüğünde, hisse senedi alınarak, yükseldiğinde ise hisse satılarak yine aralarındaki oranın dengelemeye çalışılmasıdır. Temel ilke hisse senedi

satılırsa tahvil alınmasına, hisse senedi alınırsa tahvil satılmasına dayanmaktadır. Yani durum ne olursa olsun hisse senedi ile tahvilin piyasa değeri arasındaki oran bozulmamalıdır (Kabakçı, 2015: 50).

Bu stratejide en önemli olan hususlardan biri de portföyde yapılacak değişikliklerin ne zaman ve ne ölçülerde olacağının önceden tespit edilmesidir. Çünkü piyasadaki ne kadarlık bir değişmeye karşılık portföyde ne kadar bir değişim yapılacağının önceden belirlenmesi gerekir. Sabit yatırım stratejisinde yatımcılar için en uygun olabilecek oran konusunda mevcut birtakım kıstaslar bulunmamakla birlikte uygulamada daha çok, portföyü oluşturan hisse senedinin toplam piyasa değeriyle tahvilin toplam piyasa değerine oranın 1 olması yani eşit olarak ağırlıklandırıldığı karşımıza çıkmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 274).

2.5.6. Gelecekteki Yükümlülükleri Karşılama Stratejisi

Bazı yatırımcılar, gelecekte maruz kalacağı birtakım para çıkışlarını karşılayabilme adına gereken dönemlerde eşit tutarda nakit girişi elde edebilmek için gelecekteki yükümlülükleri karşılama stratejisiyle bir portföy oluşturabilmektedir. Genellikle bu portföyler sabit getirili menkul kıymetleri (tahvil, hazine bonosu gibi) içermektedir. Ancak burada önemli olan husus vade ayarlamasının doğru yapılmasıdır. Çünkü borçların ödeme zamanı, portföyden nakdin elde edileceğe zamana denk getirilmelidir. Bu stratejiyi daha çok sosyal güvenlik kurumlarının uyguladığı da söylenmektedir (Apak ve Demirel, 2013: 335).

2.5.7. Bağışıklama Stratejisi

Bu strateji, pasif yönetim stratejileri altında değerlendirilir. Bir finansal varlık veya finansal varlık portföyünün, yatırımın sonunda elde edilmesi beklenen değerinin, yatırım sonunda gerçekleşen değere eşit olması durumu finansal varlık veya portföyün, faiz oranındaki değişimlere karşı bağışıklığının sağlanmış olduğu anlamına gelir. Yani bir işletmenin portföyünü, faiz oranındaki değişime karşı aşılanması, aktiflerinin ne derece iyi yatırıma dönüştürüldüğüne bağlıdır.

Bağışıklık stratejisinin temel varsayımı, aktiflerinin ortalama süreyle pasiflerin ortalama süresinin birbirine eşit olması gerektiğidir. Eğer bu denge kurulabilirse, piyasa faiz oranına karşı bağışıklık kazandırılabilir. Böylelikle piyasa faiz oranındaki değişimlerin yol açtığı varlık getirilerindeki artış veya azalışın, kaynak maliyetlerinde oluşabilecek artış veya azalışla önüne geçilebilmesi sağlanmaktadır.

Piyasa faiz oranlarındaki değişimin doğru bir şekilde tahmin edilmesi veya tahminlenen faiz oranına göre oluşturulan portföyden maksimum getiri elde edilmesi amacıyla vade ayarlamasının doğru bir şekilde gerçekleştirilmesi çok da kolay olmamaktadır. Bu durum yatırımcıların bu stratejiye yönelmelerindeki temel sebeplerdendir (Karan, 2013: 558).

2.6. PORTFÖY YÖNETİM AŞAMALARI

2.6.1. Planlama Aşaması

Planlama süreci, portföy yönetim sürecinin ilk aşamasıdır. Bu aşamada, yatırımcının durumu, beklentileri, kısıtları, piyasanın durumu gibi birçok nokta iyi analiz edilmelidir. Bu aşama, portföy yönetim sürecinin temel aşaması olacağı için, bu süreçte verilecek hatalı kararlar ilerleyen zamanlarda portföy yönetim sürecinin başarısız olmasına neden olacaktır. Bu nedenle, planlama aşamasında titiz ve detaylı bir çalışma yapılmalı, portföy yönetim süreci çok iyi planlanmalıdır.

Portföy yönetimi öncelikle portföy planlamasıyla başlamaktadır. Bu aşama büyük öneme sahiptir çünkü başarılı bir portföyün oluşturulmasında yatırımcının beklentilerinin, risk profillerinin doğru bir şekilde belirlenmesinin payı büyüktür. Bu sebeple bir portföy yöneticisi veya yatırım uzmanının durumunun tespit edilmesi, yatırımcı profilinin doğru bir şekilde belirlenmesi, yatırım ölçütlerinin neler olabileceği çok titiz bir şekilde analiz edilerek yatırım kriterlerinin belirlenmesi gerekmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 616).

Bir yatırımcının en temel hedefleri risk ve getiri hedefleridir. Yatırımcının yatırım başlangıcında hedeflediği getiriye ulaşabilmesi için ne kadar risk alması gerektiğinin belirlenmesi çok önemlidir. Diğer bakımdan ise yatırımcının risk derecesi, beklenen getiriyi de sınırlamaktadır. Bu sebeple risk ve getiri hedefleri aynı zamanda portföyü oluşturan enstrümanların dağılımını direkt etkilemektedir. Dolayısıyla, risk iştahı yüksek bir yatırımcıyla risk iştahı düşük bir yatırımcının portföylerindeki varlık dağılımı farklı olmaktadır. Bu sebeple risk ve getirinin varlık dağılımı üzerindeki etkisi düşünüldüğünde bu kararın portföy üzerinde çok büyük bir öneme sahip olduğunu söyleyebiliriz (Keler, 2008: 21).

Yatırımın planlanma aşamasında, yatırımın ne kadar bir süreyi kapsaması gerektiği, yatırımcının beklentilerinden yola çıkılarak yatırımın hangi kriterle sınırlandırılacağı ve portföyün yatırım boyunca ne kadar bir fon girişi sağlayacağının tahmin edilmesi

gerekmedir. Bu durumda portföy yöneticisi hem yatırımcının beklentilerine hem de kendi beklentilerine uygun bir yatırım planı oluşturmalıdır (Usta, 2011: 320).

Planlama süreci 4 aşamadan oluşmaktadır (Maginn vd., 2007: 5). Bunlar;

i. Yatırımcı hedeflerinin ve kısıtlarının belirlenmesi,
ii. Yatırım politikası raporunun hazırlanması,
iii. Piyasa beklentilerinin tahmini,
iv. Portföy stratejisinin oluşturulmasıdır.

İlk iki aşama yatırımcıyla ilgili faktörleri açıklarken, son iki aşama ekonomi ve piyasayla ilgili faktörleri açıklamaktadır.

2.6.1.1. Yatırımcı hedeflerinin ve kısıtlarının belirlenmesi

Bu aşamada, yatırımcının portföyden beklentileri, hedefleri ve kısıtları belirlenir. Bir yatırımda hedefler risk ve beklenen getiri ile ilgilidir. Yatırımcının ne kadar bir getiri beklediği ve bu beklentiyi hangi risk düzeyinde kabullendiği sorularına cevap aranır. Yatırımcı istekleri göz önünde bulundurulurken, yatırımcı bazı kısıt ve engellerle karşılaşabilir. Yatırımcı için kısıtlar içsel faktörlerden kaynaklanabileceği gibi, dışsal faktörlerden de kaynaklanabilir. İçsel faktörler arasında, yatırımcının kaynak durumu, yatırım süresi gibi nedenler gösterilebilirken, dışsal faktörler olarak, vergi, mevzuat değişikliği, teşvik durumu gibi yasal düzenlemeler gösterilebilir (Maginn vd., 2007: 5).

2.6.1.2. Yatırım politikası raporunun hazırlanması

Yatırımcının hedef ve kısıtları belirlendikten sonraki adım, yatırım politikası raporunun hazırlanmasıdır. Bu raporun amacı, yapılacak yatırım için karar verme sürecinde portföy yöneticisine rehber olmaktır. Yatırım politikası raporu, yatırımcının ihtiyaçlarını iyi bir şekilde anlamaya yardım eden çok değerli bir planlama aracıdır (Reilly ve Brown, 2000: 52). Yatırım politikası raporu, yatırım sürecinde verilen ve birbirini takip eden tüm yatırım kararlarının çerçevesini oluşturan bir rapordur (Travers, 2004: 3-4).

Yatırım politikası raporu, yatırımcının hedef ve kısıtlarının yanı sıra, yatırım stratejisi, revizyon kriterleri, portföy yöneticisinin yatırım tarzı, yönetim ücretleri gibi portföyle ilgili hemen hemen her konuyu içeren önemli bir belgedir. İyi bir yatırım politikası raporunun aşağıda belirtilen konuları içermesi beklenir (Maginn vd., 2007: 5-7).

a) Kısa bir müşteri açıklaması,

b) Portföy politikasının amacı,
c) Yatırım hedefleri, amaçları ve kısıtları,
d) Yatırım politikası raporunun gözden geçirilmesi için program,
e) Performans değerlendirmesinde kullanılacak performans ölçütleri ve kriterler,
f) Portföy stratejisini oluştururken dikkate alınması gereken hususlar,
g) Yatırım stratejileri ve yatırım tarzları,
h) Geri bildirim süreci sonucunda portföy için yönergeler.

Yatırım politikası raporu, uzun vadeli sermaye piyasası beklentileriyle yatırımcı hedef ve beklentilerinin örtüştüren portföy stratejisinin temelini oluşturur. Planlama süreci, portföy yöneticisinin yatırım analizi ve finansal varlık seçim sürecini içeresinde barındıran somut ve ayrıntılı bir süreçtir. Açık, net ve iyi bir şekilde oluşturulan yatırım stratejileri, yatırım kararlarının temelini oluşturur ve aynı zamanda yatırım hedeflerine ulaşmak için alınan kararlara rehberlik eder. En geniş anlamıyla yatırım stratejileri; aktif, pasif ve yarı pasif olarak tanımlanabilir (Maginn vd., 2007: 7).

Pasif yatırım yaklaşımı, uzun vadeli bir al ve elde tut stratejisidir (Reilly ve Brown 2000: 653). Pasif yönetim yaklaşımında, uzun vadeli bir portföy oluşturulur ve elde tutma süresince, ufak düzeltmeler dışında portföyün içeriğinde herhangi bir değişime gidilmez. Bu yaklaşımda, borsada işlem gören finansal varlıkların yer aldığı bir "endeks fon" oluşturmak en yaygın kullanılan yöntemlerden birisidir (Korkmaz vd., 2013: 179). Pasif portföy yönetiminde, portföy yöneticisi belirlediği endeks fon içerisindeki hisseleri ve ağırlıkları kullanarak endeks ile aynı getiriyi elde etmeye çalışır. Pasif yatırım yaklaşımı, etkin piyasalar hipotezini temel alarak piyasadan fazla gelir elde edilemeyeceğini varsayar. Bu nedenle de teknik ve temel analiz gibi kavramlara gerek olmadığını düşünerek, piyasada düşük fiyatlanmış finansal varlık aramak yerine, bir endekse dayalı iyi çeşitlendirmiş bir portföy oluşturmayı ve uzun bir süre bu portföyü elde tutmayı tercih eder (Korkmaz vd., 2013: 179).

Pasif yatırım yaklaşımında, portföy kompozisyonu sermaye piyasası beklentilerindeki değişime cevap veremez (Maginn vd., 2007:7). Örneğin, bir endekse benzer oluşturulan bir portföy, o endeksteki değişime ayak uydurmak için yapılan bir finansal varlık değişiminde endeksle benzer tepki vermeyebilir.

Aktif yatırım yaklaşımı ise, pasif yatırım yaklaşımın tersine, sermaye piyasalarındaki değişime cevap veren bir yatırım stratejisidir. Aktif yatırım yaklaşımındaki amaç, piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde etmektir. Bu yaklaşımda, portföyde daha sık değişimler yapılır ve riskli pozisyonlar alınarak daha yüksek getiri amaçlanır. Aktif yatırım yaklaşımı, Etkin Piyasalar Hipotezini kabul etmekle birlikte, piyasaların arz ve talep dengesine gecikmeli cevap verdiğini düşünerek, piyasayı takip etmek yerine, piyasanın önünden gitmeyi amaçlayan bir yatırım stratejisidir. Aktif yatırım yaklaşımındaki amaç, piyasada düşük fiyatlanmış veya piyasa tarafından henüz tam anlamıyla farkına varılamamış fırsatlar barındıran finansal varlıkları belirlemek ve bu finansal varlıklardaki yatırım fırsatlarından yararlanmaktır. Aktif yatırım yaklaşımında piyasanın üstünde bir getiri elde etmek amaçlandığından, pasif yatırım yaklaşımına göre daha fazla risk üstlenilir. Ayrıca, aktif yatırım yaklaşımında, portföy içeriği daha sık değiştirileceğinden, teknik ve temel analiz gibi yaklaşımlar kullanılacağından dolayı, pasif yatırım yaklaşımına göre işlem maliyetleri çok daha fazla olmaktadır (Korkmaz vd., 2013: 181).

2.6.1.3. Piyasa beklentilerinin tahmini

Sermaye piyasaları, ekonomik, politik ve sosyal gelişmelerden etkilenmektedir. Değişen piyasa koşulları, politik ve ekonomik gelişmeler, küresel ekonomideki riskler ve fırsatlar, sermaye piyasalarına yön veren etmenlerdir. Dolayısıyla, hem ulusal hem de uluslararası ekonomik göstergeler, portföy yöneticisi tarafından çok iyi takip edilmeli, oluşturulacak portföyün içeriği sermaye piyasaları beklentileriyle uyumlu olacak şekilde belirlenmelidir (Maginn vd., 2007: 8).

Portföy yöneticisi, öncelikle ekonomik göstergeleri iyi okumalı, yatırım yapılacak sektörleri iyi belirlemeli ve ekonominin geleceği ile ilgili beklentiler doğrultusunda rasyonel kararlar vermelidir. Ekonomiyle ilgili beklenti ve tahminler rastgele değil belirli stratejiler ve matematiksel hesaplamalar doğrultusunda yapılmalıdır. Bu tahminleri yaparken ekonomik göstergeler olarak; büyüme oranları, faiz oranları, döviz piyasaları, sektörel büyüme oranları gibi göstergeler dikkate alınmalıdır. Bu göstergeler, yatırım için elverişli bir ortam sunuyorsa, küresel ekonomik gelişmeler ışığında, gelecekte hangi endüstrilerin daha çok gelişim göstereceğine yönelik analizler yapılmalıdır. Bu analiz iyi bir şekilde yapıldıktan sonra, belirlenen sektörlerdeki şirketler içerisinden hangisine yatırım yapılacağı analiz edilmeli ve bu analizler ışığında portföye dahil edilecek finansal varlıklar belirlenmelidir.

2.6.1.4. Portföy stratejisinin oluşturulması

Planlama sürecindeki dördüncü ve son aşama portföy stratejisinin oluşturulmasıdır. Bu aşamada portföy yöneticisi, yatırım politikası raporu ile piyasa beklentileri tahminini birleştirerek portföy stratejisini oluşturur. Bu süreçte portföy yöneticisi, belirlenen hedefler ve beklentiler doğrultusunda, portföye dahil edilecek finansal varlıkların hangileri olacağına ve bu finansal varlıkların portföyde hangi ağırlıkta yer alacağına karar verir (Maginn vd., 2007: 8).

Portföy yöneticisi, portföy oluşturulurken sadece mevcut menkul kıymet verilerinden faydalanmaz. Çünkü yatırım araçlarının performanslarını etkileyecek birçok faktör bulunmaktadır. Bu sebeple analizin daha kapsamlı ve ileriye dönük olması çok önemlidir. Yatırım analizinin daha gerçekçi ve daha doğru olmasını sağlamak için ekonomik analiz, sektör analizi, menkul kıymet seçimi ve tahmin analizinin yapılması gerekmektedir (Kabakçı, 2015: 3).

Yatırım aşamasında, portföye dahil edilmesi muhtemel olan finansal araçların özelliklerinin analiz edilmesi, değerlendirilmesi ve belirli bir vadede farklı yatırım enstrümanlarının nasıl bir performans gösterebileceğinin önceden istatiksel olarak tahmin edilmeye çalışılmasıdır. Portföy yöneticisi, öncelikle portföye dahil edeceği finansal araçlarının risk-getiri analizini yapar. Daha sonra da uygun gördüğü menkul kıymetlerin portföye dahil eder (Civan, 2007: 330).

2.6.2. Uygulama Aşaması

Portföy yönetim sürecinde ikinci aşama uygulama sürecidir. Bu aşama, portföy oluşturma ve portföy revizyonu süreçlerini içerisinde barındırır. Bu aşamada portföy yöneticisi, portföyüne özgü finansal varlıkları seçmek için piyasa beklentileriyle yatırım stratejilerini örtüştürmelidir. Yatırım stratejileri ile sermaye piyasası beklentilerinin örtüştürülmesinden sonra, portföy yöneticisi birçok analiz yaparak portföye konulacak finansal varlıkları belirlemelidir. Portföy oluşturulduktan sonra, yatırımcı ve piyasa koşullarındaki değişime bağlı olarak revize edilmelidir. Böylece, uygulama aşaması geri bildirim aşaması ile sürekli etkileşim içerisinde kalarak, sürecin dinamik bir şekilde devam etmesi sağlanmalıdır (Maginn vd., 2007: 8).

Portföy yöneticisi portföyü oluştururken, portföy optimizasyon yöntemlerinden yararlanabilir. Gelişen teknolojik imkanlar sayesinde optimizasyon yöntemleri, karmaşık

matematiksel modelleri hızlı ve kolay bir şekilde gerçekleştirerek, portföy yöneticilerinin doğru kararlar almasına yardımcı olmaktadır. Optimizasyon modellerine ait varsayımlar aşağıda belirtilmiştir (Darst, 2008: 87):

a) Yatırımcının ana hedefi minimum risk, maksimum getiridir,
b) Varlıkların risk ölçüsü standart sapmadır,
c) İki varlık arasındaki ilişki, bu varlıklara ait getirilerin korelasyon katsayısıyla açıklanır.

Portföy optimizasyonu, stratejilerin ve beklentilerin entegrasyonu konusunda kritik öneme sahiptir. Bazı durumlarda mevcut portföy stratejisi, daha önceden planlanan portföy stratejisinden farklılıklar gösterebilir. Örneğin, yatırımcının durumundaki herhangi bir değişim sonucunda, mevcut portföydeki finansal varlık dağılımında değişikliğe gidilebilir. Bu değişim geçici ve kısa süreli bir değişimse, yatırımcının mevcut durumundaki değişim eski haline döndüğünde, portföy stratejisi daha önce yatırım politikası raporunda tanımlanan portföy stratejisine uyumlu hale getirilir. Şayet yatırımcının durumundaki değişim uzun vadeli ve kalıcı bir değişim ise, daha önce planlanan portföy stratejisi, yatırımcının mevcut durum ve beklentilerine göre güncellenmelidir (Maginn vd., 2007:8).

Portföy uygulama süreci, portföy seçim süreci kadar önemli bir süreçtir. Kötü yönetilen uygulama süreci, işlem maliyetlerini artırır ve portföy performansını düşürür. Kısaca ifade etmek gerekirse, portföy uygulama sürecinde yapılan tüm planlamalar, gerçek dünyadaki bütün zorluklar ile gerçeğe dönüştürülmeye çalışılır (Maginn vd., 2007: 8-9).

2.6.3. Geri Bildirim Aşaması

Herhangi bir yatırım sürecinde, geri bildirim ve kontrol bir yatırımın hedefe ulaşmasında temel unsurlardır. Portföy yönetiminde bu adımın iki bileşeni vardır (Maginn vd., 2007: 9). Bunlar:

i. Gözlem ve Revizyon
ii. Performans Değerlendirmesi

2.6.3.1. Gözlem ve revizyon

Gözlem ve revizyon sürecinde, portföy yöneticisi oluşturduğu portföyün yatırımcının beklenti ve taleplerini karşılayıp karşılamadığını gözlemler, değişen şartlar neticesinde oluşabilecek risk ve fırsatlar doğrultusunda portföye yön vermeye çalışır.

Gözlem sürecinde portföy yöneticisi iki şeye dikkat eder. Bunlar, yatırımcıyla ilgili faktörler ve ekonomiyle ilgili faktörlerdir. Portföy revizyonunun nedenlerinden biri yatırımcının durumundaki değişimdir. Bu değişim, yatırımcının risk, getiri, vade gibi finansal varlıklarla ilgili beklenti ve taleplerindeki değişikliklerden kaynaklanabileceği gibi, emeklilik, hastalık gibi kişisel nedenlerden de kaynaklanabilir. Portföy yöneticisi, yatırımcının durumundaki değişikleri dikkate alarak portföyünde revizyona gitmeli, değişen yeni koşullar çerçevesinde portföy içeriğini güncelleyip revize etmelidir (Maginn vd., 2007:9).

Portföy revizyonunu gerekli kılan nedenlerden bir diğeri ise ekonomik koşullardaki değişimdir. Portföy yöneticisi gerek ulusal gerek uluslararası ekonomik, siyasal ve politik gelişmeleri yakından takip edip iyi analiz etmeli ve portföyünü yeni ekonomik koşulların yaratacağı fırsat ve risklere göre güncelleyip düzenlemelidir. Görüldüğü üzere, portföy gözlem ve revizyon süreci çok dinamik bir süreçtir. Portföy yöneticisi bu süreci büyük bir titizlikle yöneterek, değişen ekonomik koşullar neticesinde ortaya çıkan fırsatlardan yararlanmalı, oluşabilecek risklerden de kaçınmalıdır. Değişen ekonomik koşullara uyum sağlayamayan portföyler hem işlem maliyetlerini artırır hem de portföy performansını azaltır.

Portföy revizyonu, portföy yönetim sürecinin son aşamasıdır. Portföy performanslarının belirlenmesinden sonra portföy revizyonu ile portföyde, alınması gerekli olan önlemler tespit edilir ve gerekli olan değişim ve iyileştirmeler yapılır. Böylelikle portföyü piyasa koşullarına uygun olarak ayarlama fırsatı elde edilirken, portföy verimliliğin artırılabilmesi için gerekli olduğunda menkul kıymetler portföye eklenip çıkartılabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 23).

2.6.3.2. Performans değerlendirmesi

Portföyün değerlendirilmesi safhasında, belli aralıklarla portföyün verimlilik ve değer analizi yapılarak, portföyün ne durumda olduğuna bakılır. Ölçme ve karşılaştırma portföyü değerlendirirken baz alınacak önemli iki kıstastır. Menkul kıymet veya portföyün performansının neye göre ölçüleceğinin belirlenmesinde ölçme, portföy yöneticisinin verdiği kararlarının ne derecede doğru olduğunun tespitinde karşılaştırma önem arz eder (Tükenmez, 1999: 48).

Portföy değerlendirmesi, portföyün yatırım sürecinin başında ulaşılması beklenen hedeflere ne kadar yaklaştığının tespitinde veya portföyde nasıl, ne ölçüde değişikliklerin yapılmasını

gerektiğine dair bir kılavuz görevi görmektedir. Bu sebeple portföy değerlendirmesi, bir sonraki aşama olan portföy revizyonu için bir alt yapı oluşturması bakımından önemlidir (Baykan, 2010: 8).

Portföy performansı belirli aralıklarla değerlendirilerek, oluşturulan portföyün başlangıçta belirlenen hedeflere ne ölçüde ulaşabildiği incelenmeli, eğer başlangıç hedeflerine ulaşılamamışsa bunun nedenleri araştırılmalı ve gerekiyorsa portföy içeriğinde değişime gidilmelidir. Genellikle bir portföyün performansı değerlendirilirken 3 konuya dikkat edilir. Bunlar; portföy dağılımı, piyasa zamanlaması ve portföye konulacak finansal varlık seçimidir (Maginn vd., 2007: 10). Değerlendirme süreci, sık sık kıyaslama yapılan bir süreçtir. Portföy yöneticisi, gerektiğinde iyi performans gösteren portföylerle karşılaştırma yaparak, portföy dağılımını ve portföydeki finansal varlık seçimini gözden geçirmelidir. Ayrıca, piyasada oluşan fırsatları değerlendirme konusunda becerili olmalı, piyasa zamanlaması konusunda da dikkatli davranmalıdır.

Portföy yönetim becerisinin, performans ölçümü, performans niteliği ve performans değerlendirme olmak üzere 3 bileşeni vardır. Performans ölçümü, portföyü getirisine bağlı olarak, başka dönemlerdeki performansı ile ilişkilendirilerek ya da aynı dönemde farklı portföylerle karşılaştırılarak değerlendirme sürecidir. Performans niteliği, portföyün neden bu performansı sergilediği ve sergilediği bu performansın kaynaklarını belirlemeyi içeren bir süreçtir. Performans değerlendirme süreci ise, bir kıyaslama ölçütüne (karşılaştırma portföyü) göre, portföy yöneticisinin görece iyi bir performans sergileyip sergilemediğinin değerlendirilmesidir (Maginn vd., 2007: 10). Performans değerlendirme süreci, aynı zamanda portföy yöneticisinin de değerlendirilmesi anlamına gelmektedir. Portföyün göstereceği başarılı performans, aynı zamanda portföy yöneticisinin de başarısı olarak kabul edilecektir (Koç, 2011: 27).

3. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ

3.1. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ KAVRAMI

SPKn md. 35/1-(ç)'de sermaye piyasası kurumu olduğu kabul edilen portföy yönetim şirketleri, portföy yöneticiliği konusunda yetkilendirilmiş kurumlardır. Bu kurumlara ilişkin esaslar, SPKn'ın "Kollektif Yatırım Kuruluşları" başlıklı 4'üncü bölümünde düzenlenmiştir. Dolayısıyla portföy yönetim şirketlerinin kollektif yatırım kuruluşlarından biri olduğu kabul edilmelidir.

Portföy yönetim şirketleri esasen fonların kurulması ve yönetimi ile yetkilendirilmiş, anonim tipte şirketleşmek şartıyla kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır (SPKn, md, 55/1; PYŞİT, md. 4/1). Ayrıca bu kurumların SPKn md. 38'de sıralanmış yan hizmetleri de ifa etmelerine imkân tanınmıştır. Portföy yönetim şirketlerinin kurulması ve faaliyete geçmesi SPK'nın iznine tabidir (SPKn, md, 55/1). SPK portföy yönetim şirketlerini bir yetki belgesi ile yetkilendirir (PYŞİT, md. 4/3). Verilen yetki belgesi ile portföy yönetim şirketi portföy yöneticiliği yanında, yatırım danışmanlığı faaliyetinde de bulunabilir (PYŞİT, md. 4/3; md. 38/1). SPK tarafından istenen belgeleri tamamlayarak başvuranların talepleri incelenir (SPKan, md, 55/1). İnceleme ardından, kurulmalarına ilişkin karar 6 aylık süre içerisinde ilgililere tebliğ edilir (SPKan, md, 55/1). Portföy yönetim şirketi ticaret unvanında "portföy yönetimi" ibaresini kullanmak zorundadır (PYŞİT, md. 6/1). Portföy yönetim şirketi ayrıca işletme adını kullanmak istiyorsa, SPK'dan izin alması ve alınan izin ardından işletme adını ticaret siciline tescil ettirerek, Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirmesi gerekmektedir. Portföy yönetim şirketi müşterilerinin portföylerinde bulunan değerleri bir saklama kuruluşu nezdinde himaye etmesi gerekmektedir (SPKn, md, 55/3). Portföy yönetim şirketlerinin çalışma usul ve esasları gibi pek çok konuda düzenleme yapma yetkisi SPK'ya tanınmıştır. "*Portföy yönetim şirketlerinin ortaklarına, pay devirlerine, asgari sermayesine ve sermaye yeterliliğine, yatırım fonu kurmalarına ve yönetmelerine, ana faaliyet konusunun yanı sıra portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetleri yanında izin verilen sermaye piyasası faaliyetlerine ve faaliyetleri nedeniyle teminat yatırma zorunluluklarını*" belirleme yetkisi bu kapsamdadır (SPKn, md, 55/4). Portföy yönetim şirketinin en önemli sorumluluğu, kendi nezdinde olan fonları bunun yanında katılma hesabı sahiplerinin ve diğer müşterilerinin çıkarlarını gözetmektir (SPKn, md, 55/6; PYŞİT, md. 10/1).

Portföy yönetim şirketleri portföy yönetim hizmetini kurumsal düzeyde (merkez ve şubeler vasıtasıyla) ifa edebilecekleri gibi, işi; banka yahut aracı kurumlar ile acentelik tesis ederek gördürebilirler (PYŞİT, md. 15/1). Buna ilaveten yurt dışında şubeler aracılığı ile hizmet ifa etmelerine izin verilmiştir (PYŞİT, md. 15/1). Dolayısıyla portföy yöneticiliği; portföy yönetim şirketleri, bankalar ve aracı kurumlar tarafından yerine getirilebilir.

Portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerine bakıldığında; kollektif portföy yönetim faaliyetleri ile bireysel portföy yönetim faaliyetlerini yerine getirdikleri bilinmektedir. Kollektif portföy yönetim faaliyeti, "...imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşterilere ait portföylerin her bir müşteri adına maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesi..." faaliyetidir (PYŞİT, md. 32/1). Faaliyet; portföy yönetimi yanında hukukî işlemlerin yürütülmesi ve muhasebe hizmetleri ile kayıtların tutulması, müşteri ilişkilerinin yürütülmesi, değerleme ve pay fiyatının hesaplanması, portföylerin mevzuata, içtüzüğe, izahnameye ve esas sözleşmeye uygunluğunun izlenmesi ve kontrolü, fon gelir ve giderlerinin hesaplanması ve dağıtımı, katılma payı ihracı ve geri alımı, portföy yönetimine ilişkin işlem ve sözleşmelerden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesini kapsamaktadır (PYŞİT, md. 32/1). Kollektif portföy yönetim faaliyeti kapsamında portföy yönetim şirketleri kollektif yatırım kuruluşlarının katılma payı sahipleri ve ortaklarının çıkarlarını gözetmekle mükelleftir (PYŞİT, md. 33/1).

Son olarak, bir portföy yönetim firması tarafından sunulan başka bir portföy yönetimi faaliyeti daha vardır; o da, bireysel portföy yönetim faaliyetidir. SPK'dan faaliyet izni alan alan portföy yönetim şirketleri, bireysel portföy yönetimi hizmetleri sunma hakkına sahiptir. PYŞİT'de de açıklandığı üzere bu hizmet kişilere yönelik sunulacak bir hizmettir. Bireysel portföy yönetim faaliyetinde portföy yönetim şirketi, yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler ile saklama hizmetine yönelik esaslardan muaftır. Dolayısıyla bu açıklamalardan çıkan önemli sonuç; kollektif portföy yöneticilik hizmetinin kurumsal müşterilere, yatırım portföyü sahibi gerçek kişilere ise bireysel portföy yönetimi hizmetinin sunulacağıdır.

3.2. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN KURULUŞ SÜRECİ

Portföy yönetim şirketlerinin faaliyete geçebilmesi kuruluş aşaması ve faaliyet izni alma aşaması olmak üzere 2 aşamada gerçekleşmektedir.

Kuruluş Süreci

Kurucular, kuruluş şartlarına uygun olarak hazırlayacakları esas sözleşme taslağı, Tebliğ'in 5'inci maddesinde yer alan kuruluş şartlarını taşıdıklarını kanıtlayan belgelerle birlikte kuruluş izni almak için başvururlar.

Kuruluş Şartları;

a) Anonim ortaklık şeklinde kurulması
b) Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması
c) Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması
d) En az 6.000.000 TL başlangıç sermayesine sahip olmaları
e) Kurucuların portföy yönetim şirketi kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği malî güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olmaları
f) Kurucuların muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması
g) Kurucuların işlem yasaklı olmamaları, konkordato ilan etmiş olmamaları, herhangi bir mahkumiyetin olmaması
h) Şeffaf bir ortaklık yapılarına sahip olmaları
i) Esas sözleşmenin Kanun hükümlerine ve Kurul düzenlemelerine uygun olması gerekir.

Şirket ortaklarının yabancı uyruklu olması halinde, Kurulca ortağın ülkesindeki yetkili otoriteden söz konusu ortaklar hakkında olumlu görüş alınır. Belirtilen sermaye tutarları, her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerleme oranı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenebilir.

Faaliyet başvurularının Kurulca değerlendirilebilmesi için Şirketin;

a) Kuruluş şartlarını kaybetmemiş olması
b) Kurulun Aracı Kurumların sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin düzenlemeleri ile öngörülen tüm yükümlülükleri yerine getirmiş olması, söz konusu yükümlülüklerden asgari öz sermaye yükümlülüğünü yerine getirmiş olması
c) Eğer mevzuatta uygun görülen teminatlar mevcutsa, Takasbank nezdinde blokaj yükümlülüğünün yerine getirilmiş olması
d) Portföy saklama kuruluşlarından hizmet alınması durumunda bu kuruluşlarla sözleşme imzalanması

e) Bünyesinde portföy yöneticiliği faaliyetinin yürütülebilmesi için Kurulun lisanslama düzenlemeleri çerçevesinde, lisans belgesine sahip yeterli sayıda portföy yöneticisini istihdam etmiş bulunması

f) Portföy yöneticiliği ile araştırma faaliyetlerinin yürütülmesine uygun sağlıklı bir yönetim, kurulca yapılan düzenlemelere uygun muhasebe kayıt, bilgi ve belge sistemi ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak yeterli organizasyonu kurmuş, teknik donanımı sağlamış, iç kontrol ve denetim sistemini kurmuş, personelin buna uygun görev tanımları ile yetki ve sorumluluklarını belirlemiş olması,

g) Genel müdürünün atanmış olması gerekir.

4. İÇ KONTROL KAVRAMI, SİSTEMİ VE MODELİ

4.1. İÇ KONTROL KAVRAMI

İç kontrolün tanımı genel bir ifadeyle; bir kurum içerisinde tanımlanmış olan tüm işlerin değerlendirilebilmesi ve düzeltilebilmesi için gereken kurum içi sistematik kontrol hareketleri şeklinde yapılmaktadır. Başka bir tanıma göre ise; "hem finansal raporların güvenilirliğinin sağlanması hem de kurum içi etkin ve verimli çalışmanın sağlanması, belirlenmiş yasa ve kanunlar çerçevesinde kurum içerisindeki çalışanların (yönetici, üst yönetim ve diğer personeller) dahil edilmesi ile gerçekleşen bir süreç" olarak ifade edilmektedir. İç kontrol, sadece üst yönetim tarafından değil, tüm kurum içi çalışanlar tarafından gerçekleştirilen süreçleri ifade eder. (Gönen, 2007:28).

İç kontrol sistemi bir işletmenin tam olarak faaliyetlerini yerine getirmesi sırasında uymak zorunda olduğu politikaların tamamına denilmektedir. Dünya çapında gerçekleşen teknolojik gelişmeler hem iç kontrol süreçlerini hem de sosyal olarak bu konuya olan ilgiyi artırmıştır. İç kontrol işletmelerin hedefledikleri amaçlara ulaşma ihtimalini ve faaliyetlerindeki verimliliği arttırmak için yönetim tarafından yapılan bir eylemdir. Bu çerçevede iç kontrol, muhasebe bilgilerinin doğruluğunu ve güvenliğini sorgulamak, varlıkları korumak, belirlenmiş olan şirket politika ve prosedürlerine uyumu sağlamak ve verimliliği arttırmak amacıyla uygulanan önlem ve yöntemlerin tamamıdır (Aksoy, 2010:215).

İç kontrol kelimesinin içinde yer alan kontrol aksiyonunu oluşturması sebebiyle, kontrol faaliyetinin bir alt fonksiyonu olarak düşünülmektedir. İç kontrol, kontrol faaliyetleriyle beraber oluşan ya da raporların daha önceden düzenlenen noktalarla, denetleyici önlemlerin alınarak yürütülmesi ile ilgilidir (Saltık, 2007:59).

İç kontrol sistemi iş operasyonlarının verimliliğini, iş operasyonlarının güvenilirliğini izlemek; finansal raporlama, kanun ve düzenlemelere uyum ve kurumsal varlıkların korunması için tasarlanmış süreçler kümesi olarak ifade edilmektedir. Bir iç kontrol sistemi aşağıdaki durumlarda etkili olarak kabul edilebilir (Saltık, 2007:59);

i. Hedeflere ulaşılmasını şu şekilde sağlayabilir: tanımlanan stratejik etkinlik ve operasyonel verimlilik üst yönetim tarafından, şirket politikaları tarafından

özetlenen bilgi şeffaflığı, yönetim adaleti ve yasalara, kurallara ve düzenlemelere uygunluk

ii. Temel risklerin belirlenmesi ve değerlendirilmesi ile değer üretimine uygun koşulların korunmasına özen göstererek katkıda bulunur.

İç kontrol sistemi başta iç denetim olmak üzere birçok kavram veya süreç ile karıştırılmaktadır. Özellikle iç kontrolün bir iç denetim veya ön mali kontrol faaliyetleri olmadığı bilinmelidir. Çünkü süreçler yazılı bir metinden ziyade iç kontrolün ilk ve en temel bileşeni olan iç kontrol ortamı ile başlar ki bu bileşen, iç kontrolün gerçekleştirileceği ortamda öncelikle bu bilincin ve disiplinin oluşturulmasını ifade etmektedir. İç kontrol çoğunlukla mali bir unsur gibi görülerek mali hizmet departmanlarının görev aldığı ve yürüttüğü bir süreç olarak düşünülse de bunun aksine iç kontrol faaliyeti, iç denetçi ve mali hizmetler departmanını da kapsayan tüm yönetim tarafından ilerletilmelidir. Tüm departmanların dahil olduğu bu sistemde her ne kadar karmaşık bir ortamın yaratıldığı düşünülse de normal işleyen süreçlere ilave olarak yapılan bir işlemdir. Bu kapsamda en küçük faaliyet ve birimlerin bile iç kontrol süreçlerine ihtiyacı olduğu unutulmamalıdır. Fakat her durumda olabileceği gibi iç kontrol süreçlerini uygulamak net kazancı getirmeyebilir. İç kontrolün doğru ve zamanında uygulanması büyük önem arz etmektedir (Güredin, 2014:315).

İç kontrole dair ilk tanımlamalar 1940'larda Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılmıştır. Amerikan Sertifikalı Kamu Muhasebecileri Enstitüsü iç kontrolü 1949 yılında iç kontrolü tanımlamıştır. Tanıma göre, iç kontrolün şunu amaçlamaktadır; şirketin varlıklarını korumak, çalışmaların ve verilerin tamamının güvenilir ve dürüst olmasını tespit etmek ve doğrulamak, yönetim kurulunun onaylamış olduğu politika ve prosedürlerin uygulanması için gerekli önlemlerş almaktır (Saltık, 2007:60).

Uluslararası İç Denetçiler Enstitüsü (The Institute of Internal Auditors-IIF) 1999 yılında iç kontrolün önemine dair gerekli vurgulamaları yapmıştır. İç kontrol şirket yönetiminden ayrılmaz bir parça olmakla birlikte şirket yönetiminin etkin ve verimli çalışmasının arkasında yatan birincil nedendir. Bu kapsamda finansal tablolara dair güvenin sağlanması ve mevzuata uygunluk çerçevesinde iç kontrolün desteklenmesi ve kurumsal kültürün ayrılmaz bir parçası haline getirilmelidir (Root, 1998:67-68).

İç kontrol sistemi, yönetim tarafından oluşturulmuş politikalara bağlı kalınmasını, işletme varlıklarının korunmasını, yolsuzluk ve hataların önüne geçilmesi ve bunların bulunmasını, muhasebe kayıtlarının doğru ve güvenilir olmasını, buna bağlı olarak da mali tabloların güvenilir oluşturulmasını ve işletme faaliyetine yönelik raporlama ve bildirimlerin doğru ve zamanında düzenlenmesi gibi işletmenin verimliliğini arttıracak yöntemler ve prosedürleri içine alan çok kapsamlı bir sistemdir (Güredin, 2014:316).

İç kontrol, işletme örgüt planıyla işletme varlıklarını güvence altına almak, bilginin güvenilirliğini ve doğruluğunu sağlamak, işletme faaliyetlerinin etkinliğini artırmak, işletme personelinin uyumunu sağlamak için alınan tedbir ve yöntemlerin bütünü olarak ifade edilmektedir (Erdoğan, 2009:15-16).

İç kontrol, işletmede yapılan faaliyetlerin sağlıklı yürütülmesi ve işletmede meydana gelebilecek hata ve hilelerin engellenmesi amacıyla işletmenin yönetimi tarafından uyulması için oluşturulan kurallardır (Aksoy ve Bozkus, 2013:75).

Bütün bu tanımlardan yola çıkarak genel bir tanım yapılacak olunursa; işletme yönetimi, yönetim kurulu üyeleri ya da işletmenin diğer çalışanları tarafından etkilenen işletme faaliyetlerinin etkinliği ve verimliliği, işletmenin finansal raporlarındaki güvenilirlik ya da işletmede uygulanan yasa, kanun ve düzenlemelerde uygunluk amacına ulaşmak için tasarlanan süreçler bütünüdür.

4.2. İÇ KONTROL SİSTEMİNİN TARİHÇESİ

İç kontrol, kurumların misyonlarını gerçekleştirmek üzerinde etkisi olabilecek, faaliyetleri olumsuz etkileyebilecek olayların önüne geçmek için tasarlanan bir süreçtir. İç kontrolün olmadığı bir organizasyonda belirli riskler gerçekleşirse kurumların hedeflerini gerçekleştirememe, organizasyon yapılarının dağılması vb. olumsuzluklar gerçekleşebilir. Dolayısıyla iç kontrol kavramının ortaya çıkması için kontrol yapısının zayıf olduğu ya da olmadığı bazı kurumlarda olumsuzluklar meydana gelmiş olması gerekir. Tarihsel süreçte de başta ABD olmak üzere şirketler üzerinde meydana gelen skandallar sonrası iç kontrol kavramı ortaya çıkmaya başlamıştır (Root, 1998:66).

Dünyada 1930'lu yıllara kadar klasik denetim anlayışı hâkimdi. Klasik denetim anlayışı, 1930'lu yıllara kadar kamu yönetimi alanında hakimiyetini sürdürmüş; ancak arızi olması, sürecin tümünü kapsayıcı bir yapıda olmaması, hata bulma odaklı çalışması ve düzeltme

işlevini yapmaması, performans ölçümü gerçekleştirememesi, geleneksel denetim tekniklerinden kurtulamaması ve yapılmış hata veya yapılan yanlışlıklara anlık müdahale kabiliyetinin olmaması gibi sebepler ile etkinliği azalmıştır. Başka bir deyişle gerek özel sektörde yer alan şirketlerin gerek kamu sektöründeki kurumların bağımsız bir gözle işlemlerinin doğru ve güvenilirliğine ilişkin denetimi pek yapılamamıştır. Yapılan denetim genel olarak kamu gelirlerinin arttırılmasına yönelik olan vergileme ilkeleri üzerine yapılmış ve kralın izin verdiği ölçüde yapılmıştır (Güredin, 2014:316).

1929 yılında tüm dünyayı etkisi altına alan bir ekonomik kriz meydana gelmiştir. Dünyadaki üretimin % 42, ticaretin ise % 65 civarında azalmasına ve 50 milyon insanın işini kaybedip işsiz sıfatına sahip olmasına neden olan bu krizin en temel nedenlerinden birisi, I. Dünya Savaşı'ndan sonra, Amerika'daki küçük şirketlerin birleşerek tekelleşmesi ve ekonominin yarısından fazlasını 200 kadar dev şirketin yönetmesidir. Küçük olan bu şirketlerin biraya gelip bu denli büyük finansal yapılara kavuşması sonucunda bunlardan birinin iflasında dahi tüm dünyanın bu şekilde olumsuz etkilenmesine sebep olmuştur. Banka yapılanmalarının kötü olması ve bu alanddaki düzenlemelerin yeterli düzeyde olmaması ise krizi tetikleyen diğer nedenlerden birisidir. Bu krizin ardından U.S. Securities and Exchange Commission, Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) kurulmuştur (Saltık, 2007:59).

Bu dönemdeki bir diğer önemli olay New York Borsasına kayıtlı kimya ve ilaç sektöründe döneminin en büyük şirketlerinden olan McKesson&Robbins şirketi ile o dönem en büyük denetim şirketi olan Price Waterhouse'un isminin geçtiği muhasebe skandalıdır. McKesson&Robbins şirketi, kayıtlarında milyonlarca dolarlık hayali stok buldurma suretiyle yanıltıcı mali tablolar hazırlamıştır. 1970'li yıllarda meydana gelmiş olaylardan birisi ise Watergate skandalıdır. Bu skandalla kamu kaynaklarının yasalar çiğnenerek rüşvet ve başka yollarla yabancı hükümet yetkililerine aktarıldığı ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda yapılan giderlerin beyan edilmesini zorunlu hale getiren "Foreign Corrupt Practices Act" (FCPA) (Yabancı Yolsuzluk Kanunu) çıkartılmıştır.

1979 yılında SEC tarafından iç kontrole ilişkin bir düzenleme daha yapılmıştır. SEC 1979 yılında şirket yetkililerince, hisse senetlerini elinde bulunduran kişilere bilgi vermek amacıyla düzenlenen yıllık raporlarda iç kontrol raporlarının da bulunmasını mecburi kılmıştır. Bu yıldan itibaren şirketler, özellikle büyük denetim firmalarından yardım almak

suretiyle iç kontrol sistemlerinin etkinlik ve yeterliliğinin değerlendirilmesine ilişkin yöntem ve kıstaslar geliştirmeye başlamışlardır.

ABD'de meydana gelen skandallar sonrasında, 1985 yılında hileli finansal raporlama ile ilgili bir ulusal komisyon kurulmuştur. Bu komisyon Treadway Komisyonu olarak bilinmektedir. Bu komisyonda yer alan kuruluşlar şunlardır:

a) İç Denetçiler Enstitüsü (IIA),

b) Amerikan Sertifikalı Kamu Muhasebecileri Enstitüsü (AICPA),

c) Finansal Yöneticiler Enstitüsü (FEI),

d) Amerikan Muhasebe Birliği (AAA),

e) Yönetim Muhasebecileri Enstitüsü (IMA),

Treadway Komisyonu'nca iç kontrol sistemine ait literatürün yeniden incelenmesi, iç kontrol sistemlerinin oluşturulması ve etkinlik ve yeterliliklerinin değerlendirilmesi için proje çalışmaları başlatılmıştır. Bu konuda çalışmalar yapılması için destekleyici kurumlara çağrıda bulunulmuş ve "Treadway Komisyonunu Destekleyen Kuruluşlar Komitesi" nin birer temsilci atamak suretiyle oluşturmuş olduğu COSO kuruluşunca COSO iç kontrol modeli hazırlanmış ve bu model tüm dünyada kabul görmüştür. COSO'nun iç kontrole ilişkin oluşturmuş olduğu model 1992 yılında "İç Kontrol- Bütünleşik Çerçeve" isimli raporuyla yayımlanmıştır. COSO İç Kontrol Modeli özel sektörde uygulanmak üzere ortaya çıkmış bir model olmasına rağmen günümüzde kamu sektörünün de uyguladığı bir model olmuştur (Erdoğan, 2009:11).

4.3. İÇ KONTROL SİSTEMİNİN ÖNEMİ VE ÖZELLİKLERİ

Dünya'da ve Türkiye'de ortaya çıkan ve şirketleri ağır zararlara uğratan muhasebe skandalları iç kontrol sisteminin önemini her geçen gün daha da arttırmıştır (Alagöz, 2008: 98). İşletmede etkin bir iç kontrolün bulunması, işletme çalışanlarının belirlenmiş olan amaçlar doğrultusunda hangi ölçüde etkinlik sağladığını tespit etme imkânı tanımıştır. Ayrıca işletmenin iç kontrolü aracılığıyla işletmenin finansal ya da finansal olmayan işlemlerinde sorumluluk sahibi olan kişilerin açık bir şekilde tanımlanmasını şeffaflık, eşitlik ve sorumluluk ilkeleri gereği işletmede kurumsal yönetimin yerleşmesini kolaylaştırmıştır (Gürbüz, 2019:46).

İç kontrolün tanımlarından da anlaşılacağı üzere iç kontrol, bir kurumun yukarıdan aşağıya ya da aşağıdan yukarıya tüm işletme personellerini içine alan bir sistemdir. İşletmeye güvenin temelinde etkili bir iç kontrol sistemi bulunmaktadır. İşletmeler büyüyüp genişledikçe daha karmaşık hale gelirler ve iç kontrolün önemi bu noktada artmaktadır. İşletme yöneticilerini işletme hakkında doğrudan bilgi sahibi olmaları azalmaktadır. Bu sebepten; işletmede yapılan hata, hile, yolsuzluk ve her türlü usulsüzlüğü en aza indirmek aynı anda işletmenin verimliliğini arttıracak ve işletmenin tek seferde doğru ve güvenilir raporlar almasını sağlayacaktır. İşletmenin yapısına ve işletme büyüklüğüne uygun etkili ve sürekli yeni kalan iç kontrol sisteminin kurulması işletme için büyük öneme sahip olacaktır (Özen, 2010:42).

İç kontrol sisteminin bazı özellikleri vardır. Bu özellikleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Uzay, 2009:15);

a) İç kontrol sistemi bir zorunluluktur: İşletmeler ya da kamu kurumları hedeflerine ulaşmak istiyorsa hedeflere ulaşmayı engelleyen riskleri en az düzeye indirmek, başka bir deyişle hedeflere ulaşmak için mutlaka iç kontrol sistemini kurmak zorundadır. İç kontrol sisteminin olmadığı bir organizasyonda riskler mutlaka meydana gelip olumsuz etkileri organizasyona zarar verecektir.
b) İç kontrol sistemi işletmenin bütün faaliyetlerini içine alan bir sistemdir: İç kontrol sistemi sadece mali, muhasebe veya finansal bilgiler ile ilgili değildir. İç kontrol bir işletmenin mali olsun ya da olmasın bütün faaliyetlerini içine alır. Aynı şekilde sadece bazı birimlerin kurması gereken bir sistem de değildir. Kurumların tüm birimlerinin, tüm faaliyetlerini kapsayıcı bir sistemdir. Aksi halde bazı birimlerdeki aksaklık faaliyetlerin tümünü etkiler.
c) İç kontrol sistemi tamamlayıcı bir süreçtir: İç kontrol sistemi faaliyetlerin içine yerleştirilmiş bulunan ya da en üst tepeye konulmuş olan politika, prosedürler bütünü değildir. İç kontrol faaliyetlerle birlikte eş zamanlı hareket eden bir sistemdir. Başka bir deyişle kurumun faaliyetlerinin temelinde yer alan bir parçadır.
d) İç kontrol sistemi hedeflere ulaşmayı kolaylaştırır: İç kontrolün en temel amacı belirli hedeflere ulaştırmayı kolaylaştırmaktır. Eğer ki kurumlar iç kontrolü bünyelerinde tam olarak kurup etkin olarak uygularlarsa hedeflerine ulaşmaları çok daha kolay olacaktır.

e) İç kontrol sisteminde hedefler ile iç kontrol bileşenleri arasında çok yoğun bir ilişki vardır: Bir kurumun başarmak istediklerini gösteren asıl hedefleri ile bu hedefleri gerçekleştirmesi için ihtiyaç duyduğu şeyleri gösteren iç kontrol sistemi unsurları arasında doğrudan bir bağlantı mevcuttur.
f) İç kontrol sistemi riskleri karşılama hususunda makul güvence verir: İç kontrolün iç ve dış etkenlerden dolayı birçok sınırı bulunmaktadır. Bu nedenle iç kontrol gerçekleştirmeyi istediği amaçları için mutlak değil makul güvence verir.
g) İç kontrolün etkinliği ile ilgili sınırlar vardır: İç kontrolün etkinliğinin sınırları başka bir başlık altında ayrıntısına konu edilmiştir.
h) İç kontrol sistemi yönetim ve diğer personel tarafından hayata geçirilip uygulanır: İç kontrolün hayata geçirilmesinde yönetimin sorumluluğu vardır. Başka bir deyişle iç kontrol sisteminin kurulması aşaması ve bu sistemin faydalarının tüm personele iletilmesi üst yönetimin sorumluluğundadır. Sistemin etkin bir süreç olarak yürütülmesinde ise sadece yönetimin veya sadece belirli personellerin görevi yoktur. Bir işletme veya bir kamu kurumu etkin bir iç kontrol sistemi istiyorsa sisteme tüm personelin müdahil olması gerekmektedir.

İç kontrol; finansal tabloların güvenilirliği, faaliyet ve işlemlerin etkinliği ve verimliliği ile faaliyetlerin kanun ve mevzuata uygun olup olmadığı konusunda sınırlı güvence sağlayan, bir şirketin üst yönetimi veya yönetim kurulu tarafından oluşturulan ve kontrol edilen bir dizi yöntemdir. Tanımdan açıkça anlaşıldığı üzere iç kontrol işletmenin bazı hedeflere erişme konusunda sınırlı güvence ya da makul güvence sağlar. İç kontrol sisteminin mutlak güvence sağlamayıp makul güvence sağlamasının nedeni iç kontrolün etkin olmasının da bazı sınırlamalara neden olmasıdır. Bu sınırlamalar şunlardır (Aksoy, 2006:215);

a) İç etkenler: İç kontrol sistemi makineler, bilgisayarlar tarafından kodlanıp, kurulup uygulanan bir sistem değildir. İç kontrol en tepe kademeden en aşağı kademeye kadar tüm çalışanların etkilediği, uyguladığı ve tüm çalışanları da etkileyen bir sistemdir. Başka bir deyişle odağında insan olan bir sistemdir. İnsanların yolsuzluk eğilimleri, kasıt, kusur, ihmalleri, yorgunlukları, iç kontrol sistemine olan inançsızlıkları vb. faktörler iç kontrol sisteminin başarısını etkiler. Aynı şekilde yöneticiler de iç kontrolün kurulmasını isteyip ancak bu sisteme inanmazlar ve personele bu düşünce yapısı geçerse iç kontrol sisteminin etkinliği zayıflar.

b) Dış etkenler: İşletmenin içinde bulunduğu sektördeki değişim, teknolojik değişim, hükümetin uyguladığı politikalardaki değişiklik, tabi olunan mevzuatlardaki değişiklik, sektöre yeni bir ürün girmesi, müşteri taleplerindeki değişiklik vb. etkenler işletmenin uygulamakta olduğu iç kontrol sisteminin etkinliğini zayıflatabilir.

4.4. İÇ KONTROL SİSTEMİNİN AMAÇLARI

Şirketlerin finansal ve finansal olmayan faaliyet risklerini azaltmak için bir iç kontrol sistemi kurulmuştur. Bu durumda kanun veya yönetmelik gibi mevzuatla belirlenen prosedürlerin ve şirketin uymakla yükümlü olduğu prosedürlerin şirkete bildirilmesi önemlidir. Bu çerçevede şirketin iç kontrol sürecindeki amaçları, esas amaçlar, genel amaçlar ve özel amaçlar olmak üzere üç ana amaç olarak ayrılmaktadır. (Erkan, 2008:72).

İç Kontrolün Esas Amaçları

Şirket varlıklarının herhangi bir ihlal, dolandırıcılık veya hırsızlıktan korunması amacıyla iç kontrol süreçleri uygulanmaktadır. Şirket varlıklarını korumanın birincil amacı, tedarikçilerden yaptıkları satın almaların kalite kontrolü olmalıdır. Bu durumda gelen ürün miktarı kontrol edilmelidir. Bir şirkette bu kontrole "kantar" kontrolü de denir. Ayrıca, şirketler kasalara giren ve kasalardan çıkan nakit akışını etkin bir şekilde kontrol etmelidir. Bir şirkette bu kontrol "kasa" kontrolü olarak da bilinir. Son olarak, şirkete giren ve çıkan varlıklar üzerinde etkin bir kontrol olmalıdır. Bir şirkette bu kontrol "kapı" kontrolü olarak da bilinir. Bu durumda kapı, kasa ve kantar kontrolü önemlidir.

(Günal, 2010:13).

Bir şirketin maddi varlıklarının zamanla bozulması normaldir. Bu durumda, bu bakımların etkin bir şekilde gerçekleştirilmesine ilişkin kontroller, iç kontrolün sorumluluğu olarak sayılabilir. Ayrıca şirket içindeki olası usulsüzlüklerin en aza indirilmesi de iç kontrolün performans göstergelerinden biridir. (Güredin, 2014:320).

Kurumsal finansal veriler, bilgi ve iletişim teknolojileri aracılığıyla yönetim kurulu bünyesindeki denetim komitelerinin karar vermesini destekleyen değişkenler listesinin başında gelmektedir. Yönetim kurulunun etkin ve faydalı kararlar alabilmesi için bu bilgilerin doğru ve dürüst bir şekilde denetlenmesi çok önemlidir. Aktif olarak işleyen bir iç kontrol yapısı, bir şirketin kısa ve uzun vadeli hedeflerine ulaşmak için kaynaklarını verimli

kullanmasına yardımcı olur. Bir şirketin yönetim kurulu, finansal işlemlerin veya kaynakların performansının etkin olarak değerlendirilip değerlendirilmediğini izlemek için genel kabul görmüş temel performans göstergelerini belirlemelidir. Bir şirket, tüm paydaşlara gösterilen önceden belirlenmiş standartlara sahip olmalıdır. Bu standartlar herhangi bir yanlış anlama içermemelidir. Yine, bu standartlar için belirlenen hedefler ile başarıları arasındaki farklar iyi analiz edilmelidir. Ayrıca analiz sonucunda düzeltici faaliyetler yapılmalı ve ilgili birime rapor sunulmalıdır. (Kepekçi, 2004:74).

Dolayısıyla iç kontrolün temel amacı, finansal tabloların denetim komitesi liderliğinde paydaşlara sunulması, iç kontrol faaliyetlerinin yürütülmesi ve bağımsız denetim süreci ile ilgili etkinliklerinin izlenmesinin yürütülmesi olarak yorumlanabilir

İç Kontrolün Genel Amaçları

İç kontrol sisteminin genel amacını bir bütün olarak değerlendirecek olursak, denetim çalışmasıyla doğrudan ilişkilidir. Genel olarak, iç kontrolün amacı, yüksek kaliteli ve etkin denetim çalışmasını sağlamak için gerekli altyapıyı sağlamaktır. Finansal işlemlerde gerekli olan kontrol süreçlerinin belirlenmesi gerekmektedir. (Garaham, 2015:112).

Şirketler büyüdükçe yönetim kurulu bünyesinde komiteler oluşturulur. Bu komitelerin yetkilerini Yönetim Kurulu'nun almış olduğu kurallara uygun olarak kullanmaları zorunludur. Bu çerçevede alınan aksiyonlar uluslararası mali kurallara uygun ve etik kurallara uygun şeffaf bir şekilde yürütülür. Bu işlemlerin kontrolüne ilişkin sorumluluk, iç kontrol departmanında olup firmanın sahip olduğu varlık ve belgelere erişimler bilgi teknolojileri departmanı aracılığıyla personel bazında farklılaştırılabilir (Kaval, 2015:121-22).

Kontrol amaçları yönetim amaçlarınla aynı değildir. Denetimin gayesi, kontrol hedeflerinin yetkinliğinin değerlendirilmesidir. Kaliteli bir denetim çalışmasının ilk şartı kontrol amaçlarının doğru tanımlanmasıdır. İşlem ve varlıklarla ilgili kontrol amaçları şu şekilde gruplandırılmaktadır (Akyel, 2010:88);

a) Faaliyetler üst yönetim tarafından tanımlanan genel ve özel görevlendirmelere uygun olarak yürütülmelidir.

b) Faaliyetler, GKGMİ unsurlarına uygun olarak kayıt altına alınmalıdır.

c) Mali kaynaklara ve evraklara ulaşım görevlendirilen çalışanlarca yapılmalıdır.

d) Var olan kaynaklar belirli dönemlerde sorumluluk kayıtları karşılaştırılmalı ve aralarında fark görüldüğünde niteliğine göre, gerekli tahkikat yapılmalıdır.

İç Kontrolün Özel Amaçları

Genel amaçlara ve esas amaçlara ek olarak, iç kontrolün özel amaçları da vardır. Bu özel kontrol amaçlarını belirlemek için şirket, gerçekleştirdiği işlemleri departman fonksiyonlarının veya finansal tabloların veya faaliyet döngülerinin sınıflandırılmasına göre ayırmalıdır. Örneğin satış bölümünün işlevi ile üretim bölümünün işlevi farklıdır. Ayrıca, bağlı ortaklıklar ve iştirakler finansal tablolarda ayrı olarak sınıflandırılmalıdır. (Harringston, 2004:65-66).

İç kontrolün özel amaçları için ikinci adım, şirketlerin kendi iş ve işlemlerine göre bölümlendirilmesidir. Örneğin hem petrol çıkaran hem de doğrudan benzin satan şirketler, daha küçük şirketler gibi farklı şekilde bölünecektir. Üçüncü ve son adım, bu hedeflere ulaşmak için prosedür ve yöntemleri standart hale getirmek ve uygulamaktır. (Aksoy, 2005b:136).

İç kontrol sisteminin özel amaçları (Özeren, 2002:27);

a) *Yetki:* İşlemlerin yönetimin yetki devri yaptığı özel ve genel yetkilere uygun yapılmalı. Yetkisiz birinin yaptığı işlem varlık kaybına yol açabilir.

b) *Gerçeklik*: Kayıtlar gerçek işlemleri göstermelidir.

c) *Bütünlük:* Tüm yapılan işlemler kayıt altına alınmalıdır.

d) *Değerleme:* İşlem tutarları doğru olarak kayıt altına alınmalıdır.

e) *Sınıflandırma:* İşlemler doğru ve düzgün olarak sınıflandırılmalıdır.

f) *Zamanlılık:* Mali tablolardaki yanlışların önüne geçmek için işlemin yapıldığı zamanda kayıt altına alınması gerekmektedir.

g) *Varlıkları korumak:* Varlıklara erişim sadece görevli personel tarafından yapılmalıdır.

h) *Mutabakat:* Muhasebe ve sorumlu kayıtları karşılaştırılmalı, tespit edilen farklar araştırılmalı ve gerekli düzeltmeler düzeltici önlemler alınmalıdır. (Aksoy ve Kahyaoğlu, 2009:156).

4.5. İÇ KONTROL SİSTEMİNİN TÜRLERİ

İç kontrol sistemi; yönetsel ve muhasebe kontrolleri olarak ikiye ayrılır. Yönetsel kontrollerin varlıkların korunması ve etkin bir şekilde kullanılması için işletme yönetiminin geliştirmiş olduğu yöntemlerken muhasebe kontrollerinin amacı genellikle muhasebe kayıtlarının ve mali raporların doğruluğunu sağlamaktır İç kontrol sistemi sadece muhasebe kontrolleri olarak anlaşılsa da aslında bir işletme içerisinde yürütülen operasyonel ve mali tüm faaliyetleri kapsar

4.5.1. Yönetsel Kontroller

Yönetsel kontroller; faaliyetlerin verimliliği, yönetim politikaları, örgüt planı vb. tüm faaliyetleri kapsayan kontrollerdir. Başka bir deyişle muhasebe kontrollerinin kapsamına girmeyen kontrollerdir. Doğrudan finansal kayıtlarla ilgili olmayan; istatistiki analizler, hareket ve zaman etütleri, personel eğitim programları, kalite kontrolü gibi kontroller bu gruba girer (Demir vd., 2008:25).

Yönetim kontrolleri, işletme yönetiminin karar alma aşamasının ilk adımı olan kayıt ve süreçlerini kapsar. Şöyle ki (Aksoy, 2005:54);

a) İşletme faaliyetlerinin yönetimin prosedürlerine, amaçlarına, yasa ve yönetmeliklere uygun olarak yürütülmesinin sağlanması,

b) İşletme mali kaynaklarının iktisatlı ve randımanlı kullanımı,

c) Tespit edilmiş etkinlik amaçlarına ve hedeflerine ulaşılmasını sağlayan şekil ve yöntemleri içerir.

Yönetime yönelik kontroller, yönetimin belirlediği bütün işlem ve faaliyetlerinde yol gösterici olan örgüt planını, bunlara ilişkin belge ve tutanakları içerir. Yönetim işletme faaliyetlerinin ayrıntılandıracak bir şekilde içinde bulunamaz. (Saltık, 2007:69).

4.5.2. Muhasebe Kontrolleri

Muhasebe kontrolü, kayıt altına alınan mali işlemlerin doğru ve güvenilir tutulması ve nakit varlıkların muhafaza edilmesini sağlamak için tasarlanan bir dizi düzenlemeyi içerir. Bazı konularda kabul edilir düzeyde güvence elde etmek için oluşturulur (Güredin, 2014:317);

a) Yapılan işlemlerin, yönetim tarafından belirlenen özel ve genel yetkilerine elverişli olarak sürdürülmesi,

b) İşlemlerin, muhasebenin genel geçer ilkelerine (GKGMİ) uygun olarak veya mali raporların değişik usullerle düzenlenmesini amaçlamakta ve nakit akışlarla ilgili yanıt verme sorumluluğunun sürdürebilirliğini sağlayacak şekilde kayıt altına alınması,

c) Varlıklar üzerinde, yönetim yetkileri üzerine kullanım hakkı verilmesi,

d) İşletmenin varlıklarının korunması hususunda ilgili sorumluyu belirlemek ve tutulan kayıtların belli aralıklarla kontrolünü sağlamak. Aktiflerin karşılaştırılarak aralarında fark ortaya çıktığında gerekli kararlar alarak uygulamak.

Muhasebe kontrolünün amacını belirleyen üç unsur bulunmaktadır (Özen, 2010:17);

a) *Varlıkların Korunması:* İşletmenin varlıklarının kayıp ve çalınması, amaç dışı kullanımı, kasıtlı veya kasıtsız yapılan muhasebe hataları gibi durumların önlenebilmesi için gerekli olan önleyici ve düzeltici kontrol önlemleridir. Sistemin sürdürülebilirliği yönetimin sorumluluğundadır.

b) *Finansal Kayıtların Güvenilirliği:* Yönetime işletme faaliyetleri ile ilgili doğru ve güvence veren bilgilerin verilebilmesi çok derece önem taşımaktadır. Bunun tersine bir durum istenmeyen hatalı kararlar alma ihtimalini ortaya çıkararak beklenmedik sonuçlar doğurabilir. Bunu önlemek için, iç kontrol sisteminde usul ve kurallar geliştirilerek verilerin doğru ve güvenilir bir şekil de yapılmasını sağlamak amacı gütmektedir.

c) *Kıymet Hareketleri:* İşletmenin içinde veya dışında gerçekleşen varlık değişimlerinin bu konuda yetkilendirilmiş personel tarafından yapılması gerektiğinin, doğru ve zamanında kayıt altına alınmasının önemini vurgular.

Kontrol sınırları içerisinde mali kaynaklarda oluşan artış ve azalışların, harcamaların, mali kayıtların işlem anında kayıt altına alınmasının, tazmin edilmesinin, değer kayıpları oluştuğunda yeniden değerleme yapılmasının sağlanmasını amaçlamaktadır.

4.6. İÇ KONTROL SİSTEMİ OLARAK COSO

4.6.1. COSO Kavramı ve Gelişimi

Son yıllarda teknolojinin hızla gelişmesi, organizasyon yapısının karmaşıklığı ve faaliyet alanlarının çoğalmasıyla birlikte işletmelerin kontrol mekanizması bu karmaşık düzenle başa çıkmak için artık yeterli olmamaktadır. Geçmişte iç kontrolde tek bir kişinin veya ekibin rolü yeterli olabilirken, günümüzde kontrol mekanizmalarının işletmedeki tüm çalışan seviyelerini kapsayacak şekilde kapsamlı hale gelmesi gerekmektedir. COSO (The Committee of Sponsoring Organisation) bugüne kadar işletmelerin iç kontrol yapısının standardizasyonuna öncülük etmiştir. (Yılancı, 2015:512).

Treadway Komisyonu olarak bilinen COSO, 1985 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren beş farklı meslek kuruluşu tarafından, işletmeler ve diğer kurumlar tarafından hazırlanan hatalı veya hileli mali tablo ve raporların nedenlerini belirlemek ve bu tür olayların olasılığını azaltmak amacıyla kurulmuştur (Çatıkkaş, 2017:47).

COSO raporu; denetçilerin, yöneticilerin, denetim komitelerinin ve düzenleyicilerin de içinde bulunduğu ilgili taraflar için iç kontrol konusunda kapsamlı bir kılavuz/çerçeve sunmuştur. Rapor, tüm dünyada çok lgi görmüş ve tüm paydaşlar için çok önemli kavramsal bir çerçeve haline gelmiştir (Gönülacar, 2008:4)

COSO raporunda iç kontrol şöyle tanımlanmıştır: "*İç kontrol, finansal tabloların güvenilirliği, faaliyet ve işlemlerin etkinliği ve verimliliği, faaliyetlerin kanun ve politikalara uygunluğunu sağlama hususunda makul güvence sağlayan işletme üst yönetimi veya yönetim kurulları tarafından oluşturulan ve kontrol edilen bir yöntemler bütünüdür*". COSO raporunda yapılmış tanımdan iç kontrol sisteminin bazı özellikleri açıkça anlaşılmaktadır. Tanıma göre iç kontrol sisteminin özellikleri şunlardır: (Aksoy, 2005:138);

a) İç kontrol, işletmelerin şu üç hedefini sağlamaya yönelik bir sistemdir:

i. Finansal tabloların güvenilir olması,

ii. Faaliyet ve işlemlerin etkin ve verimli olması,

iii. Faaliyetlerin kanun ve politikalara uygun olması.

b) İç kontrol sistemi, işletmelerin bu hedeflerini gerçekleştirmek için mutlak güvence değil, yalnızca makul güvence sağlar. Çünkü iç kontrol sisteminin de yapısından kaynaklanan bazı kısıtlamalar vardır.

c) COSO modelinde yapılan iç kontrol tanımında; iç kontrol sistemini oluşturma ve kontrol etme görevi yönetim kuruluna verilmiştir. İşletme içerisinde oluşturulan iç kontrol sisteminin etkinliğini sağlama yükümlülüğü ise yukarıdan aşağıya tüm personele verilmiştir.

d) İç kontrol yönetim faaliyetleri içine yerleştirilmiş, başlangıç ve bitiş noktası olmayan bir süreçtir. Ayrıca sadece belgeler ve forma dayalı olmayan bir süreçtir.

İç kontrol sisteminin başarısını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır ki bu sebeple hedeflere ulaşma konusunda mutlak bir güvence hiçbir zaman veremez. İşte iç kontrol sistemini hedeflere ulaşma konusunda en etkin bir şekilde oluşturmak için COSO' ya göre iç kontrol modeli beş bileşenden meydana gelmektedir. Bunlar (Çatıkkaş, 2017:47).;

i. Kontrol Ortamı,

ii. Risk Değerlendirilmesi,

iii. Kontrol Faaliyetleri,

iv. Bilgi ve İletişim,

v. İzleme.

Bu bileşenler birbirleriyle ilişki içerisindedir. Başka bir deyişle biri olmadan diğeri olamaz. COSO iç kontrol sisteminin bileşenleri genellikle COSO Küpü ve COSO Piramidiyle açıklanmaktadır (Aksoy, 2018: 52).

COSO küpü incelendiğinde (Dabbağoğlu, 2007:160-61);

i. Kurumun üç hedefi; faaliyetler, raporlama ve yasalara uyum küpün üst kısmında sütunlarla gösterilmiştir.

ii. İç kontrolün beş unsuru(bileşeni) küpün ön kısmında dikey satırlarla gösterilmiştir.

iii. İç kontrolün ilişkide olduğu, kurumun birimleri ve ilgili faaliyetleri, küpün yan yüzeyinde gösterilmiştir.

COSO Küpünde, iç kontrol bileşenleri, kurum hedefleri ve organizasyon yapısı arasında, birbirini etkileyen, değişen koşullara dinamik olarak tepki veren bir bağlantı olduğu vurgulanmaktadır (Karacaer ve İbrahimoğlu, 2003:218).

COSO Piramidi incelendiğinde piramidin tabanında kontrol ortamı yer almaktadır. Başka bir deyişle sağlam bir iç kontrol sistemi inşa edilmek isteniyorsa öncelikli olarak temeli sağlam olmalıdır. O temel de kontrol ortamıdır. Kontrol ortamını etkin ve sağlam kurmayan bir organizasyonda iç kontrolün diğer bileşenlerinin etkin olması beklenemez.

Piramidin ikinci sırası risk değerlendirme, üçüncü sırası ise kontrol faaliyetleridir. Bilgi ve iletişim bileşeni ise tüm bileşenler arasındaki bilgi paylaşımı ve iletişimi sağlayan bir bileşen olduğu için piramitte tüm piramitleri çevrelemektedir. Çünkü bu bileşen diğer bileşenler sonucunda üretilen bilginin doğruluğu, güvenilirliği ve bu bilginin iletişim kanalıyla paylaşımını sağlar. Piramidin en üst katmanında ise iç kontrol sisteminin etkinliğini değerlendiren izleme bileşeni yer almaktadır (Arcagök ve Erüz, 2006:152)

4.6.2. COSO İç Kontrol Bileşenleri

4.6.2.1. Kontrol ortamı

COSO'ya göre kontrol ortamı iç kontrol bileşenlerinin temelini oluşturur. Kontrol ortamında asıl amaç; başta yöneticiler olmak üzere şirket üzerinde tüm çalışanların iç kontrol sistemini benimsemesi ve belirli hedeflere ulaşmayı kolaylaştıran bir araç olarak görmesidir. COSO Modelinde kontrol ortamı kurum içerisinde çalışanlar arasında iç kontrol bilincini oluşturarak diğer unsurlara temel teşkil eder. Başka bir deyişle kontrol ortamı bileşeni organizasyon yapısı içerisinde tam olarak etkin olmazsa diğer iç kontrol bileşenlerinin başarılı olması mümkün değildir. Kontrol ortamının başarılı olabilmesi için ilk koşul üst yönetimin tavrıdır. Eğer şirketin veya kamu kurumunun başı olan yönetim kurulu veya üst yönetim iç kontrole inanmazsa, personele iç kontrolün önemini aktaramazsa çalışanlar da iç kontrolü benimseyecektir. Bunun sonucunda iç kontrolün temelini oluşturan kontrol ortamı bileşeni sağlanamamış olacaktır (Dittenhofer, 2001:444).

Kontrol ortamı, iç kontrolün ana ögelerinden biridir. Başka bir deyişle ile iç kontrol sisteminin başarı durumu ve etkinliği, iç kontrol sürecinin bir parçası olan kontrol ortamıyla

ilişkilidir. Kontrol ortamı, işletmenin işi ne şekilde yaptığını anlatır. İç kontrolle alakalı olarak üst yönetimin ve personelin, pozitif ve yardımcı bir bakış açısı oluşturmaları sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi bakımından önem arz eder.

Sağlıklı bir yönetim ve kontrol ortamının oluşturulmasıyla birlikte işletmeler kurumsallaşma yolunda önemli adımlar atmaktadır. Bir kontrol ortamında gerçekleşen kontrol işlemlerinin yapısı genellikle yaygın olarak kullanılan bir işlemdir. Başka bir deyişle, bu kontroller şirketin büyük hatalar yapmasını doğrudan engellemez. Yalnızca, kontrol ortamı büyük resme odaklanarak ve tüm kontrollerin üzerine inşa edilerek bir altyapı kontrol ortamı aracılığıyla oluşturulabilir (Saltık, 2007:84).

COSO'ya göre kontrol ortamı bileşeni aşağıdaki unsurlarda meydana gelmektedir (Yılancı, 2015:69);

i. Dürüstlük ve Etik Değerler
ii. Yönetim Kurulu ve Denetim Komitesi
iii. Yönetim felsefesi ve yönetim stili
iv. Organizasyon yapısı
v. Yetki ve sorumlulukların dağıtılması
vi. İnsan kaynakları yönetimi ve uygulamaları.

Kurumda;

a) Üst yönetimin iç kontrol sistemini benimsemesi ve teşvik etmesi, -Kurum misyonu ve stratejik hedeflerinin belirlenmesi olması,
b) Kurumun organizasyon yapısı, yetki, görev ve sorumluluk dağılımının belirlenmesi,
c) Tüm faaliyetlere ilişkin iş tanımları ve iş süreçlerinin belirlenmesi, -İnsan kaynakları yönetiminin işletilmesi,
d) Bilişim sistemlerinin yapılandırılması, -Yönetim bilgi sistemi kurularak karar alma süreçlerinin etkinliğinin arttırılması,
e) İç denetim biriminin kurulması ve çalıştırılması,

gibi kontrol ortamının temel unsurlarının kurumda varlığı iç kontrol sistemi için ideal ortamı sağlayacaktır. Aslında yukarıda yer verilen özellikler kurumların tarihi yapı içerisindeki kültürlerinden de etkilenmektedir. Yukarıda sayılan özelliklerin bir kısmı şirket veya kamu kurumu içerisinde bulunmuyorsa o yapıda kontrol ortamı etkin değil ya da kurulamamış demektir. Bu da demek oluyor ki iç kontrol sisteminin beş bileşeninin temelini oluşturan bileşen etkin değildir. Bu yüzden diğer bileşenler bundan olumsuz etkilenecek, nihai olarak iç kontrol sistemi kurulmadığı için hata ve hilelerin önüne geçmek en az düzeye indirilememiş olacaktır.

Bu nedenle, bir kontrol ortamının başarısının arkasındaki itici güçler, yönetim kurulunun kontrol algılarını, düşüncelerini ve eylemlerini içerir. Yönetim Kurulu'nun bu konudaki tavırları, tüm çalışanların eylem ve davranışlarını etkiler. (Güner, 2009:188).

4.6.2.2. Risk değerlendirme

Kontrol ortamından sonra gelen bileşen risk değerlendirmesi bileşenidir. Kurumlar ister kamu olsun ister özel sektör olsun çeşitli risklerle karşı karşıyadır. Bu riskler; hükümet politikaları, yasal düzenlemeler, içinde bulunulan sektör, konjonktürel dalgalanmalar, çalışanların kasıt, kusur, ihmalleri vb.'dir. İşte kurumlar bu riskleri en aza indirmeye çalışmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken en önemli nokta; hiçbir risk yok edilemez. Çünkü riskler dış etkenlerden kaynaklanabilir. Bu yüzden temel amaç riskleri en az düzeye indirebilmektir (Yılancı, 2015:127).

Risk değerlendirmesi, belirli aşamalarla yerine getirilir. İlk olarak işletmelerin hedef belirlemeleri gerekmektedir. Hedeflerini bilen işletme bu hedeflere nasıl ulaşacağını da bilir. Hedeflerine ulaşmak için belirli stratejiler belirleyen işletmeler bunun için risklerini de tahmin ederek ilerleyeceklerdir. (Alkaya, 2019:58).

COSO Raporu işletme hedeflerine ulaşılmasına engel olabilecek risklerin önemini ve işletmelerde risk temelli bir iç kontrol anlayışı getirmenin gerekliliğini vurgular (Aksoy, 2018:38-39).

Risk değerlendirmesinin ilk aşaması risklerin tespit edilmesidir. Riskler geldiği yere göre içsel veya dışsal faktör olabilir. Dışsal faktörlü riskler işletme dışı kaynaklanan teknolojik değişimler, bulunulan sektördeki yasal değişim, vergi düzenlemeleri, ekonomik bunalım

vb.dir. İçsel faktörlü riskler ise işçilerin grev yapması, üst yönetimde kilit personelin başka bir şirkete transfer olması vb.'dir (Aksoy ve Mohammed, 2020:198).

Risk değerlendirmesinin ikinci aşaması ise; risklerin analiz edilmesidir. Riskler analiz edilirken; riskin gerçekleşme ihtimali ve gerçekleşirse oluşturacağı etkisi belirlenir. Bunlar arasında yönetim riskler arasında puanlama yaparak hangi risklere öncelik vereceğini, bunlara karşı ne tür bir eylem gerçekleştireceğini belirlemelidir. Örneğin; gerçekleşme ihtimali yüksek belirlenen bir riskin oluşturacağı etki düşük belirlenmiş, riskin önem derecesi de yönetim için düşükse bu riskler dikkate alınmayabilir. Ancak gerçekleşme ihtimali ve etkisi yüksek bir risk işletme yönetimi tarafından mutlaka önlem alınması gereken bir risktir. Buna göre işletme tarafından riskler önceliklendirilmiş, hedeflerini gerçekleştirmeye engel olabilecek risklere karşı uygulanacak eylemler önceden belirlenmiş olur (Kaval, 2015:125).

Risk değerlendirmesinin son aşaması değişim yönetimidir. Bu aşamada ise herhangi bir nedenle kurumların faaliyetlerinde gelişim ya da değişim meydana geldiği zaman bu değişimleri tanımlamak ve gerekli önlemleri almak gerekmektedir. Başka bir deyişle iç kontrol sistemi sürekli değişen güncel tutulan bir süreç olduğu gibi bu sistemin bileşenlerinden biri olan risk değerlendirmesi bileşeni de sürekli güncel tutulması gereken bir bileşendir. İşletme yönetimi risk değerlendirmesini bir kere yapıp bırakmamalıdır. Sürekli değişen dünyaya ayak uydurmak, hedeflere ulaşmak için değişen gelişen eklenen faaliyetlere engel olabilecek her türlü riski yeniden tanımlamalı analiz etmeli ve risk değerlendirmesini yenilemelidir (Aksoy, 2005b:73).

1990'lı ve 2000'li yıllarda etkisini artıran küreselleşme olgusu, yeni kurumsal ortaklıklar ve iş dünyasında hareketliliğin artması gibi faktörler kurumların faaliyetleri sırasında karşılaştıkları risklerin çoğalmasına neden olmuş ve risk yönetimi konusuna daha fazla önem vermesine yol açmıştır. Kurumlarda risk yönetimi zamanla daha da önemli hale geldikçe riski tanımlama, değerlendirmesini yapma ve yönetme konusunda geleneksel risk yönetimi yöntemlerinin yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Bu nedenlerle COSO işletmelerde risklerin daha etkin bir şekilde yönetilmesi konusunda çerçeve oluşturan "Kurumsal Risk Yönetimi-Bütünleşik Çerçeve" başlıklı raporunu 2004 yılında yayınlamıştır. Söz konusu rapor risk değerlendirmesini, iç kontrol risk değerlendirmesi bileşeninden çok daha ayrıntılı ve geniş

bir risk değerlendirmesi sürecine geçirmiştir. Raporda COSO Risk Değerlendirmesi Küpü de yer almaktadır (Yurtsever, 2009:21).

Risk içerisinde fırsat ve tehlikelerde bir arada bulunmaktadır. Beklenmedik anda gerçekleşen risk tehdit, değişimden kaynaklanan risk bilinmeyeni, işletme yararına kullanma başarısı da fırsatları işaret etmektedir. İşletmelerde meydana gelebilecek riskler; doğal afetler, hatalar, hileler veya güven eksikliğinden kaynaklanabilmektedir. İşletmeler öncelikle riski değerlendirmelidirler. Bu riskler denetçinin mali tablolarda hata olabileceği olasılığına karşılık sürekli yaptığı ve kontrol risklerinin incelenme amacından ayrı olarak, işletmenin var olan hedeflerinde değişikliklere yol açan risklerin belirlenmesi ve değerlendirilmesiyle ilerleyen bir yapıdır (Türedi vd., 2015:95).

Risk değerlendirmesi, risk yönetimi ile ilgili kurumsal yönetimin bir unsurudur. Etkin bir risk değerlendirmesi için şirketin kurumsal amaç ve hedefleri herhangi bir şüpheye yer vermeden sunulmalıdır. Bu hedeflere yönelik politikalar geliştirilmelidir. Risk değerlendirmesi, yukarıdaki politikalardaki amaç ve hedeflere ulaşmada karşılaşılabilecek eylemlerin genel bir değerlendirmesidir (Derici, 2012:88-89).

Sonuç olarak iç kontrol organizasyonları ve süreçleri bazında yapılmalı ve gerektiğinde kontroller riske duyarlı bir şekilde uygulanmalıdır. Kontrol süreçleri operasyonlarda planlı olarak sürdürülmelidir (Aksoy ve Bozkuş, 2013:71-82).

4.6.2.3. Kontrol faaliyetleri

COSO iç kontrol modelinin üçüncü bileşeni kontrol faaliyetleri bileşenidir. Kurumlar, risklerini değerlendirdikten sonra bu riskleri bertaraf etmek ya da minimuma indirmek için belirli eylemler belirlerler. Bu eylemler riskleri azaltmasının yanı sıra kurum hedeflerine de daha kolaylıkla ulaşılmasını sağlar. O halde kontrol faaliyetleri; öngörülen bir riskin etki ve/veya olasılığını düşürmeyi ve bu sayede kurumun amaç ve hedeflerine ulaşma başarısını artırmak amacıyla oluşturulan faaliyetlerdir (Sakin, 2017:55).

Kontrol eylemleri; meydana gelmesi öngörülen risklerin düzeyinin veya etkilerinin belirlenmesini sağlayarak kurumun belirlenen amaç ve hedeflere ulaşmasını kolaylaştıran bir iç kontrol bileşenidir. Risk değerlendirme bileşeninin şeffaf ve sağlıklı ilerlemesi kontrol eylemleri bileşeninin de çalışmasını; dolayısıyla iç kontrolün etkinliğini olumlu etkileyecektir. Kontrol eylemlerinde yapılacak planlama, organize etme ve uygulama

aşamaları risk değerlendirme bileşeninden ayrı düşünülmeden gerçekleştirilmelidir. İç kontrol bileşenlerinin ayrı ayrı ele alınması iç kontrol etkinliğini de zayıflatabilecek bir unsurdur. Bu sebeple tüm bileşenlerin uyumlu bir hale getirilmesi ve uygulanması önem arz etmektedir (Erdoğan, 2001:61).

Kontrol eylemleri; tespit edici veya önleyici olabilmektedir. Ancak faaliyetler, riskler gerçekleştikten sonra da gerçekleştirilebilir. Özellikle kontrol eylemleri bileşeni aracılığıyla risklerin azaltılması/yok edilmesi için, 2013'te güncellenen COSO raporunda teknoloji kullanımına vurgu yapmaktadır. İç kontrolün etkinliğinden bahsedebilmek için teknolojiyi aktif takip edebilmek çok önemlidir. Buna ek olarak yasa ve prosedürler çerçevesinde gerçekleştirilen kontrol eylemleri, ilerleyen süreçlerde de yeni bir resmi sorunların oluşmasının önüne geçebilecektir (Uzay, 2009:110).

Kontrol faaliyetleri yönetim tarafından oluşturulan politikalar ve uygulamalardır. Burada en önemli nokta; kontrol faaliyeti sadece belirli bir iş süreci veya mali işlerle sınırlı değildir. Organizasyon içerisindeki tüm iş ve işlemler içerisinde kontrol faaliyetleri yer almak durumundadır. Kontrol faaliyetleri önleyici, düzeltici, yönlendirici, tespit edici kontroller olarak ayrıştırılır (Sakin, 2017:55).

i. *Önleyici Kontroller:* İstenilmeyen sonuçların ortaya çıkmasını engellemek için alınan önlemlerdir. Kurumlar tarafından uygulanan çoğu kontrol bu kategoriye girmektedir. Örneğin; fiziksel koruma tedbirleri, yetki limitlerinin belirlenmesi vb.

ii. *Tespit Edici Kontroller*: İstenmeyen olayların sonuçlarını belirlemek için tasarlanan kontrollerdir. Bu kontroller bu niteliğiyle istenmeyen olaylar gerçekleştikten sonra yapılan kontrollerdir. Bunlar işletmede bulunan her bir çalışanın ne oranda işletmenin varlıklarını zimmetinde tuttuğunu, işletmeye ne miktarda borçlu olduğunu belirlemeye ve buna bağlı olarak da yapılan bir hata veya hilenin nerde ve kim tarafından yapıldığını basitçe ortaya çıkarmaya yönelik alınan tedbirlerdir. Örneğin; belirli dönemlerde yapılan varlık sayımları, demirbaşların personele zimmetlenmesi vb.

iii. *Yönlendirici Kontroller*: İstenilen bir sonuca ulaşmak maksadıyla geliştirilen kontrollerdir. Örneğin; tehlikeli görevlerin yerine getirilmesi sırasında işçilerin koruyucu elbise giymesi, belirli hedefleri tutturan personele ödül verilmesi gibi.

iv. *Düzeltici Kontroller:* Ortaya çıkan istenilmeyen sonuçların düzeltilmesi için geliştirilen kontrollerdir. Başka bir deyişle kontrol edilememiş olan bir olayın meydana getirdiği zararı telafi etmek için geliştirilen kontrollerdir. Örneğin; işletme içerisinde bu gibi durumlar için acil eylem planları oluşturulması gibi.

COSO raporunda kontrol faaliyetler için örnek faaliyetler olarak gösterilen faaliyetler şunlardır (Yılancı, 2006:68);

i. *Üst Yönetim Gözden Geçirmeleri:* İşletme yönetimi işletmenin performansını geçmiş yıl performanslarıyla, yılbaşı bütçe hedefleriyle, aynı sektördeki rakipleriyle karşılaştırarak hedeflerin ne ölçüde gerçekleştiğini değerlendirir. Yapılan değerlendirmelere göre; işletme yönetimi birtakım yeni eylemler öngörebilir.

ii. *Fonksiyon veya Faaliyet Bazında Değerlendirme:* Birim amirleri, birim performansının önceden belirlenen plan ve hedeflere ulaşılıp ulaşılmadığını ve olumsuz sapmalar varsa bunların nedenlerini üst yönetime raporlar.

iii. *Bilgi İşleme:* Organizasyon içerisinde meydana gelen işlemlerin doğruluğu, tamlığı ve yetkisini kontrol etmek için birçok kontrol yapılmalıdır.

iv. *Varlıkların Fiziksel Kontrolü:* İşletme içinde bulunan her türlü varlığın (nakit, menkul kıymet, stoklar, demirbaşlar vb.) düzenli bir şekilde fiziksel olarak sayılması ve kayıtlarla karşılaştırılmasını içerir.

v. *Performans Göstergeleri:* İşletme mali ve operasyonel amaçlar için performans ölçütleri ve göstergeler belirleyip bunları düzenli bir şekilde gözden geçirmelidir.

Görevlerin Ayrılığı: İşletme içerisindeki görevler farklı kişiler tarafından yapılmalıdır. Görevler ayrılığı sayesinde (Uzay, 2009:100);

a) Yetkiler arasındaki sınırlar ortaya konulur,

b) Herhangi bir kasıt olmadan yapılan hataların bulunma ihtimali yükselir,

c) Kasten yapılan hatalar ve gizli antlaşmaların yapılma riski düşer,

d) İş alanları birbirlerinden bağımsız bir şekilde izlenip onaylanır,

e) Personel yetkinliği ve hesap verebilirlik sağlanır.

4.6.2.4. Bilgi ve iletişim

Çalışanlar görevlerini gerçekleştirirken edinmesi gereken bilgilerin belirlenmesi, bir araya getirilmesi ve çalışanlara iletilmesini içermektedir. Bilgi ve iletişim bileşeni; kuruluşun yönetilmesine, kontrol edilmesine ve raporlar üretilmesinde önemlidir. Bu sebeple hem kuruluşun içinden hem de dışından elde edilen verilerin raporlanması ve faaliyetlere ilişkin bilgilerin ortaya konması gerekmektedir. Tüm çalışanların yönetim tarafından kontrol sorumluluklarının gerçekleştirildiğinin bilgisine ulaşması gerekmektedir. Buna bağlı olarak çalışanlar hem bireysel kontrol sorumluluklarının hem de koordineli kontrol faaliyetlerinin farkına varmalıdırlar (Alkaya, 2019:77).

COSO iç kontrol modelinin dördüncü bileşeni bilgi sistemleridir. Bilgi sistemleri bileşeni, iç kontrol modelinin işlerliği için çok önemli bir bileşendir. Bilgi sistemleri bileşeni COSO modelinde öngörülen diğer bileşenler arasındaki ilişkiyi bilgi paylaşımı ve iletişim yoluyla sağlar (Sakin, 2017:59).

Bilgi ve İletişim bileşeni; iç kontrolün diğer dört bileşeni arasındaki bilgi akışını ve iletişimi koordine etmektedir. Gerek kurum içinde yatay ve dikey iletişimden gerekse kurum dışı yetkili merciilere ulaştırılması gereken bilginin doğruluğundan ve iç kontrolün etkinliğine katkı sunulmasından sorumludur (Türedi, Koban ve Karakaya, 2015: 102). İç kontrol, işlemler bütünü olarak düşünülecek olursa bilgi ve iletişim bileşeni ise bu işlemleri bir araya getiren ve iç kontrol bileşenlerinin uyumlu çalışmasını kolaylaştıran bir araç olarak düşünülebilir (Güner, 2009:189).

Bilgilerin doğru ve etkin bir şekilde kullanılması hem kurum içinde hem de kurum dışında kurumun güvenilirlik düzeyi hakkında bilgi verir. Bilgi paylaşımı ve iletişim; hem çalışanların kurum içinde üstlerine düşen görevleri bilmeleri sağlayarak kuruma bağlılığı artırır hem de kurum dışı paydaşların veya yetkili üst birimlerin kurumun şeffaf olduğuna ilişkin güvenini artırır. Bilgi ve iletişim bileşeni, yalnızca iç kontrolün etkinliğini sağlamakla kalmaz aynı zamanda dışarıdaki kurumlara da güven vererek karlılığın artırılması sağlanabilir (Alkaya, 2019:77).

Bir kurumda veya işletmede üretilen bilgiler doğru, zamanlı, güncel, güvenilir olmalıdır. Bilginin bu özellikleri sadece organizasyon içi bilgiler için geçerli değil dış paydaşlara

sunulan bilgiler için de geçerli olmalıdır. Kurum yönetimi sadece kurum içi işlerle ilgili değil kurum dışı işlerle ilgili olarak da uygun, tam, güvenilir, doğru ve zamanlı iletişim kurmak ihtiyacındadır.

Yönetimler kararlarını organizasyon içerisinde üretilen bilgiler neticesinde elde eder. Bunlar muhasebe ile ilgili raporlar, tablolar olabileceği gibi operasyonel raporlar da olabilir. Kamu idarelerinde ise faaliyet raporları, sunulması gerekli mali tablolar, performans programı, stratejik planlar oluşturulur. Gerek özel sektör yöneticileri gerek kamu idaresi yöneticileri kararlarını üretilen bilgilere göre alırlar. Bu nedenle organizasyon içerisinde iç kontrolün diğer bileşenleri etkin olmasına rağmen bilgi ve iletişim bileşeni etkin olmazsa yöneticiler de kararlarını yanlış alacaktır veya kararlar doğru alınmış olsa bile bilgi paylaşımı ve iletişim zayıf olduğu için doğru kararlar yanlış uygulanacaktır.

Kurum içi iletişim çok yönlü olmalıdır. Başka bir deyişle iletişim hem dikey hem yatay hem de çapraz olmalıdır.

COSO modelinde bilgi paylaşımı ve iletişimle ilgili ana prensipler şunlardır (Sakin, 2017:52-53);

a) Kaliteli verinin toplanması, işlenmesi, paylaşımı ve kullanılmasının sağlanması,

b) İç kontrolle ilgili bilgilerin kurum içine paylaşılması,

c) Kurum içinde paylaşılan bilginin dış paydaşlarla iletişiminin sağlanması.

Sonuç olarak iletişim kurumun işleyişini yansıtır. Bilgi, bir şirketin en önemli entelektüel birikimidir. Bu nedenle şirket içinde etkin bir şekilde bilgi ve iletişim kurulmalı ve geliştirilmelidir.

4.6.2.5. İzleme

COSO modelinin son bileşeni izlemedir. İzleme; adı üstünde iç kontrol sisteminin etkinliğini değerlendirmeye yönelik bir iç kontrol bileşenidir. Kurumlar kurdukları iç kontrol sisteminin etkin olup olmadığını bilmek durumundadır. Bunun için de COSO modeli tarafından izleme bileşeni oluşturulmuştur. “İç kontrol sistemi kaliteli kurulmuş mu?”, “İç kontrol sisteminin işleyişi etkin mi?” gibi soruların cevabı izleme bileşeniyle verilir.

İç kontrol sistemi, sürekli de değerlendirilebilir, ayrı ayrı da değerlendirilebilir, ayrıca her iki yöntem birlikte de uygulanarak da değerlendirilebilir.

İzleme fonksiyonu, organizasyon içerisinde devam eden bir sürekli bir izleme faaliyeti olarak da yapılabilirken bağımsız bir şekilde de yapılabilir. Devam eden izleme faaliyetinde, faaliyetlerin normal akışı içerisinde iç kontrol etkinliği değerlendirilir. İşletme faaliyetleri normal akış içerisindeyken etkinliğin değerlendirilmesi, işletmenin elindeki varlıklardaki değişimlerin kayıtlarla mukayese edilmesi, bilgisayar programları yardımıyla yapılan kontrol metotları, hesap bakiyelerinde meydana gelen değişimlerin incelenmesi ve bilgisayar raporlarının kullanıcılar tarafından gözden geçirilmesi gibi amaçlar sürekli izleme yöntemiyle uygulanmaktadır. Bağımsız izleme faaliyeti; iç denetçiler, dış denetçiler tarafından belirli aralıklarla yapılan faaliyetlerdir (Derici, 2012:93).

İç kontrol süreçleri ve bu süreçlerin başarısının değerlendirilmesi, iç kontrolün etkinliği için önemlidir. Bu durumda bu süreçlerin zaman içindeki performansı değerlendirilmelidir. Bu değerlendirme süreci, iç kontrolün genel olarak izlenmesi şeklinde tanımlanabilir. (Kaval, 2015:95).

Yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilen iç kontrol yönergelerine uyulmalıdır. Bu kapsamda iç denetimin ilgili birimi, denetim komitesi liderliğindeki amaçlara ve düzenlemelere ulaşılıp ulaşılmadığını veya uygulanıp uygulanmadığını izlemelidir.

İzleme faaliyetlerinin amacı, iç kontrol hedeflerine ulaşmak, iç kontrol organizasyonunun etkinliğini artırmak ve faaliyetlerin etkin bir şekilde yürütülmesini sağlamaktır. (Çukacı, 2012:47).

İç kontrolün izleme bileşeninde; periyodik izleme süreçleri olmalıdır. Eksik veya yanlışlıkların değerlendirilerek raporlanması ve yapılan değerlendirmelerin fırsata çevrilmesi büyük önem arz etmektedir. Özellikle bir dönemde risk olarak görülmeyen bir süreç daha sonraki süreçlerde risk olarak görülebilmektedir. Böyle durumlarda izleme bileşeninin aktif ve şeffaf yürütülmesi iç kontrolün etkinliğinde etkili olan ve eksik alanlara yönelerek etkin politikalar uygulanmasını sağlayan bir süreç olarak ifade edilebilmektedir (Sakin, 2017:63).

4.7. PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNDE İÇ KONTROL SİSTEMİ

Portföy yönetim şirketlerinde iç kontrol sisteminin, merkez ve merkez dışındaki örgütleri dahil yapılan bütün işlerin ve işlemlerin şirket yönetimine ve politikalarına uyumlu olarak etkin, ideal ve düzgün bir biçimde çalışıp çalışmadığını, bunlara ek olarak mevzuat ve

kurallar dahilinde yürütülüp yürütülmediğini, tüm hesap ve kayıtların güvenilirliğini, verilerin doğru ve zamanında elde edilebilir olduğunun kontrolü, tüm usulsüzlüklerin ve hilelerin önlenmesi, hataların tespit edilmesi kapsamında, şirketin organizasyon planıyla birlikte bu konulara ilişkin olarak tüm esasları ve usulleri içerecek şekilde oluşturulması zorunludur (Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği (III-55.1, Md. 11/1).

Tebliğ'e (III-55.1, Md. 11/1) göre;

i. *Yönetilen portföylere ilişkin faaliyetlerin kanuni düzenlemelere, fon içtüzüğüne, izahnameye, yatırımcı bilgi formuna ve portföy yönetim sözleşmesine uygun olarak yapılmasını,*

ii. *Yönetilen portföy adına yapılan işlemlerin genel ve özel yetkilere dayalı olarak gerçekleştirilmesini, sözleşmelere uygun olarak yapılmasını, söz konusu işlemler için gerekli belgelerin düzenlenmesini,*

iii. *Yönetilen portföylere ilişkin muhasebe, belge ve kayıt düzeninin etkin bir şekilde işlemesini,*

iv. *Usulsüzlüklerden ve hatalardan kaynaklanan risklerin asgariye indirilebilmesi için risklerin tanımlanmasını ve gerekli önlemlerin alınmasını,*

v. *Şirket personelinin kendi adına yaptıkları işlemlerin yönetilen portföyler ile çıkar çatışmasına yol açacak nitelikte olup olmadığının tespitini,*

vi. *Yönetilen portföylerden yapılan harcamaların belgeye dayalı ve piyasa rayicine uygun olup olmadığının tespitini,*

vii. *Yönetilen portföylere ilişkin değerlemenin, yönetilen fonların birim pay değerinin belirlenmesinin, yönetilen portföylere ilişkin sınırlamaların oranlarının mevzuata, içtüzüğe, izahnameye ve sözleşmeye uygunluğunun kontrolünü,*

viii. *İlişkili taraflar ile yapılacak iş ve işlemler sırasında uyulacak esasların belirlenmesini içerecek şekilde oluşturulması zorunludur.*

Şirkette oluşturulan iç kontrol sistemi politika ve prosedürlerinin yürürlüğe konulurken, ayrıca içerisinde yapılan tüm değişiklikler dahil yönetim kurulu kararı ile yapılması gerekmektedir (Tebliğ, III-55.1, Md. 11/2).

Şirketin iç kontrol iş ve işlemleri günlük faaliyetlerin ayrılmazıdır. Düzenli bir biçimde günlük olarak sürdürülür. Faal bir iç kontrol sisteminin sağlanmasında şirketin tüm çalışanlarının politika ve prosedürlere uygun olarak davranmaları, yasal olmayan aktivite içerisine girmemeleri, meslek ilkelerine uygun davranış biçimi sergilemeleri gerekmektedir. Her personelin görev ve ilkeleri kendisine yazılı olarak bildirilmelidir. İç kontrol faaliyetleri ile ilgili olarak iç kontrol elemanı tarafından hazırlanan raporlar aylık olarak düzenli bir şekilde yönetim kuruluna sunulmalıdır (Tebliğ, III-55.1, Md. 11/3).

Şirkette icracı birimler dışında kalan birini "İç Kontrolden Sorumlu Yönetim Kurulu Üyesi" olarak atamalıdır. İç kontrolden sorumlu yönetim kurulu üyesi Tebliğ'e (III-55.1, Md. 11/4) göre;

a) *İç kontrol sisteminin düzenlemelere, meslek kurallarına ve yazılı prosedürlere uygun çalışmasına, doğabilecek risklerin tespitine ve yönetilmesine ilişkin çalışmalar yapmaktan ve bu konuda yönetim kurulunu bilgilendirmekten,*

b) *Kurul düzenlemeleri ve Şirket politikaları çerçevesinde kabul edilebilir risk düzeylerini belirlemekten; iç kontrol politikaları ile prosedürlerinin hazırlanmasından ve yönetim kurulunun onayına sunulmasından,*

c) *İç kontrol hedeflerinin uygunluğu, kontrol sonuçlarının izlenebilirliği, kontrol faaliyetinin bağımsız ve nesnel olarak sürdürülmesi ve güvenilirliği konularından sorumludur.*

İç kontrol sistemi kapsamında iş ve işlemlerin yerine getirilmesi ve gerekli kontrollerin yapılması için en az bir iç kontrol elemanı şirkette yer almalıdır. İç kontrol elemanı SPKn kapsamında gerekli olan mesleki deneyim ve tecrübeye, ayrıca meslek yeterliliğini gösteren lisanslara sahip olmalıdır. Atanan iç kontrol elemanı başka görevlerde bulunmamalıdır (Tebliğ, III-55.1, Md. 11/5).

Şirketin yönettiği portföy büyüklüğüne göre Tebliğ'e (III-55.1, Md.28) göre, iç kontrol elemanının görevlerinin ve sorumluluklarının müfettiş tarafından da yapılabileceği belirtilmiştir.

5. İSTANBUL'DAKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

5.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Kontrol fonksiyonunda iki önemli unsur; fiilen nerede bulunulduğu ve nereye ulaşılmak istendiğidir. Bu nedenle kontrol fonksiyonu, planlama aşamasında belirlenen hedeflerle ulaşılan sonuçların karşılaştırıldığı, uyumsuzlukların nedenlerinin araştırıldığı ve düzeltici aksiyonların alındığı bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu özelliğinden dolayı kontrol, devam eden bir yönetim işlevidir (Adiloğlu, 2011: 95-96). Şirketlerin kontrolleri güncellemeye ve geliştirmeye devam etmesi önemlidir. Kontrol sayesinde şirketlere doğru bir yönetim anlayışı kazandırılmış olur.

Kontrol, mevcut iş başarısının belirlenmesi ve bu başarının önceden belirlenmiş hedeflere ulaşma olasılığıdır. İç kontrol ise, işletmeye ait politikaların ve hükümet programlarının arzu edilen sonuçlara ulaşması; bu programlarda kullanılması gereken kaynakların, belirlenen kurumsal amaç ve hedeflerle paralel olması, programların israf, hile ve yanlış yönetimden korunarak, güvenilir ve vaktinde elde edilen bilginin muhafazası, rapor edilmesi ve gerektiğinde karar alma mekanizmalarında değerlendirilmesi amacıyla oluşturulan organizasyon, politika ve prosedürler bütünüdür. İç kontrolün tanımı üç ana başlık altında incelenebilmektedir. İşlemler açısından; iç kontroller, standartlaştırılmış süreçler yardımıyla işlemlerin etkinliğini ve verim/*-liliğini artırır. Kontrol aktiviteleri aracılığıyla varlıkların korunmasını sağlamaktadır. Finansal açıdan; ticari kararlarda kullanılan verilerin doğruluğunu arttırmaktadır. Dolandırıcılığın önlenmesine ve tespit edilmesine yardımcı olmanın yanı sıra, bağımsız denetimler için de kanıt sağlar. Uygunluk açısından; düzenli kontroller ile kanun ve yönetmeliklere uyumun sağlanmasına yardımcı olur (Keskin, 2006:12). Tüm kurum ve şirketler için iç kontrolün önemi vurgulanmaktadır.

Güvene dayalı güçlü bir iç kontrol sistemi işin merkezinde yer alır. Finansal raporlamanın güvenilirliği, işletme faaliyetlerinin etkinliği ve verimliliği, kanun ve diğer düzenlemelere uyum, iç kontrol sisteminin amaçlarını oluşturmaktadır. İç Kontrol Sistemi; bu amaçlara ulaşılacağına dair yeterli güvenceyi sağlamak için kurumun yönetim kurulu, yönetici ve personeli tarafından yürütülen bir süreçtir.

İç kontrol kavramı aslında işletmenin yaptığı ve tanımladığı işin düzeltici ve değerlendirici faaliyetleri olarak ifade edilen kontrol kavramı ile örtüşmekte ve işletme içerisinde bir

fonksiyon olarak yapılması gerekli kontrollerin sistematik yapısını ifade eder (Yurtsever, 2010: 16).

Portföy, riski dağıtmak için menkul kıymetlerin bir kombinasyonudur. Portföy kavramının temeli, risk minimizasyonu ve mevcut risk seviyelerine göre getirileri maksimize etmenin yollarıdır.

Genel olarak portföy yönetimi, portföyün yatırımcılara göre planlanması, yatırımların seçimi için analizi, portföye dahil edilecek kıymetlerin seçimi, portföyün performansının değerlendirilmesi, portföyün belirli aralıklarla gözden geçirilmesi olarak tanımlanabilir.

Portföy yönetimi, kurumların ellerinde bulundurduğu sermayelerini en verimli şekilde nasıl değerlendirecekleri ve aslında yeni yatırım enstrümanlarına nasıl ulaşılacağı ile ilgilidir. Portföy yönetimi, en uygun portföy bileşimini oluşturmayı sağlayan risk ve getiri arasındaki "denge"dir.

İç kontrol kavramı kurumların belirlemiş olduğu hedeflere ulaşmada ve şirket misyonlarının gerçekleştirilmesinde önemli rol oynayan bir kavramdır. Portföy yönetim şirketleri esas olarak fon kurma ve yönetmeye yetkili olup, anonim tipte şirketleşmek şartıyla kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu kurumlar denetimlere ve yasalara tabii olduğundan ötürü, iç kontrol sistemi bu şirketlerde önemlidir. Buradan hareketle araştırmanın temel amacı, portföy yönetim şirketlerinde çalışan bireylerin iç kontrol sistemi hakkındaki görüşlerinin ve portföy yönetim şirketlerinde iç kontrol sisteminin öneminin belirlenebilmesidir. Konu hakkındaki literatüre bakıldığında bu konuda bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu açıdan bakıldığında çalışmamız, bundan sonraki süreçte konu hakkında çalışacak olan araştırmacılara rehber niteliğinde olacağı düşünülmekte ve literatüre önemli ölçüde katkılar sağlaması beklenmektedir.

5.2. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI

Araştırma, İstanbul'da bulunan 51 adet portföy yönetim şirketinde gerçekleştirilmiştir. Hemen hemen her araştırmada olduğu gibi çalışmamızda da çeşitli sınırlılıklar bulunmaktadır. Bu sınırlılıklar;

i. Araştırma, İstanbul ilinde portföy yönetim şirketi olarak faaliyet gösteren işletmelerde çalışan personellerin verdiği cevaplar ile sınırlıdır.
ii. Araştırma; katılımcılara uygulanan ölçeklerle sınırlandırılmıştır.

iii. Araştırma; 2021 yılının Ocak-Şubat dönemi ile sınırlıdır. Bir başka dönemde bireylerin düşüncelerinin değişebilmesi mümkün olduğundan dolayı, araştırmamız sonucunda elde edilen veriler bu dönem ile sınırlandırılmıştır.

5.3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Bu çalışmanın amacı doğrultusunda oluşturulan hipotezler aşağıda belirtilmiştir. Hipotezler, literatür taramasıyla elde edilen sonuçlar ile kurulmuştur.

H1: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının cinsiyetine göre farklılık gösterir.

H2: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının yaşlarına göre farklılık gösterir.

H3: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının medeni durumuna göre farklılık gösterir.

H4: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının eğitim durumlarına göre farklılık gösterir.

H5: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının mesleki tecrübelerine göre farklılık gösterir.

5.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE MODELİ

Araştırmada hazırlık sürecinde öncelikle literatür taraması yapılmış olup, süreçte ulusal ve uluslararası süreli yayınlar, bilimsel kitaplar ve internet dokümanlarından yararlanılarak bir metodoloji oluşturulmuştur. Araştırma yöntemi olarak betimleme yöntemi kullanılmış araştırma türü olarak da açıklayıcı araştırma yöntemi seçilmiştir. Kuramsal kısmın birinci ve ikinci bölümleri tamamlandıktan sonra, alan araştırması için anket tekniği uygulanarak gerekli veriler elde edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen veriler SPSS programı ile analiz edilerek incelenmiştir.

Araştırma nicel araştırma yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Araştırma, İstanbul ilinde portföy yönetim şirketi olarak faaliyet gösteren şirketlerde gerçekleştirilmiştir. Araştırma anket ile yapılmıştır. Araştırma alanı içerisindeki gruba, 5'li Likert-tipi sorularla anket uygulanmıştır. Veri toplama aracı olarak oluşturulan anketler iki bölümden oluşmaktadır. Anketin birinci bölümü araştırma yapılan grubun demografik bilgilerden, ikinci bölüm ise iç kontrol

ölçeğinden oluşmaktadır . İlk aşamada, Excel programı kullanılarak tablo oluşturulmuş, ardından oluşturulan tablo kontrol edilerek belirlenen alanlar kodlanmıştır. Anketler araştırmacı tarafından yüz yüze ve mail yoluyla ulaşılabilen personellere ulaşılmış ve katılımcılardan sorulara kendilerini en yakın hissettikleri cevapları vermeleri istenmiştir.

5.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİ TOPLAMA ARAÇLARI

Araştırmada veri toplama yöntemi olarak nicel araştırma yöntemi kullanılmıştır. Veri toplama aracı olarak ise anket formundan faydalanılmıştır. Faydalanılan anket formu 2 bölümden meydana gelmektedir. Birinci bölüm; demografik değişkenleri içeren soruların yer aldığı bölüm, ikinci bölüm; İç Kontrol Ölçeği'nin yer aldığı bölümdür. Anket formunun örneği ekler kısmında yer almaktadır.

Birinci bölümde katılımcılarla ilgili tanımlayıcı bilgilere yer verilmiştir. Ankete katılım gösterenlerin demografik özelliklerinin belirlenmesine yönelik cinsiyet, yaş, medeni durum ve öğrenim durumu gibi ifadeler bulunmaktadır.

Anketin ikinci bölümünde; araştırmacı tarafından oluşturulmuş olan, güvenirliği ve geçerliliği test edilen, 20 maddeden oluşan "İç Kontrol Ölçeği" bulunmaktadır.

Sorularda 5'li likert ölçeği kullanılmıştır. Bu ölçeğe göre "(1) Kesinlikle Katılmıyorum, (2) Katılmıyorum, (3) Kararsızım, (4) Katılıyorum, (5) Kesinlikle Katılıyorum" anlamına gelmektedir. Katılımcılardan kendilerine yakın hissettikleri cevabı işaretlemeleri istenmiştir. (1) Kesinlikle Katılmıyorum ifadesi, söz konusu önermenin tümü ile reddedildiğini, (5) Kesinlikle Katılıyorum ifadesi ise tümüyle katılımı ifade etmektedir.

5.6. EVREN VE ÖRNEKLEM

Araştırma, İstanbul ilinde portföy yönetim şirketi olarak faaliyet gösteren 51 işletmede çalışan personeller üzerinde yapılmıştır. Bu firmalarda çalışan toplam personel sayısı 273'tür. Buradan hareketle araştırmanın evrenini 273 kişinin oluşturduğu söylenebilir.

5.7. VERİ TOPLAMA ARACININ GÜVENİRLİĞİ

Araştırmanın amacını oluşturan ölçeğin güvenirliği ölçümlenmiştir. Tablo 1'de bu ölçeklerin güvenirliliğinden çıkan oran analiz edilmektedir. Ölçeğin normal dağılıma sahip olmasından dolayı, bu çerçeve doğrultusunda olan testlerin değerleri ele alınarak analizleri gerçekleştirilmiştir.

Tablo 5.1: Araştırmada kullanılan ölçeğin güvenirliği

Ölçek	İfade Sayısı	Cronbach's Alpha
İç Kontrol Ölçeği	20	**0,968**

Bir faktörün, ölçmek istediği özelliği ne derece doğru ölçtüğünü test etmek için güvenirlilik analizinden yararlanmak gerekmektedir. Faktörlerin güvenilirlik düzeylerinin tespit edilmesinde kullanılan en yaygın yöntemlerden biri de Cronbach's Alpha (α) değeridir. Bu değerin 0,70 veya üzerinde olması faktörün genellikle güvenilir olduğu şeklinde anlaşılmaktadır. 20 maddeye sahip olan iç kontrol ölçeği için yapılan güvenilirlik analizi sonucu Tablo 1'de elde edilen Cronbach's Alpha değeri 0,968'dir. Bu bulguya göre ölçeğin güvenilirlik düzeyi yüksek olup iç tutarlılığı vardır.

Tablo 5.2: İç kontrol ölçeğine dair ortalamalar

İfadeler	Ort.	Std. Sap.
İşletmemizde çalışanların yetki ve sorumlulukları yazılı ve açık bir şekilde ifade edilmiştir.	2,11	1,235
İşletmemizin sahipleri veya yöneticileri işletmenin hedeflerine ulaşması ve iç kontrol sisteminin sağlıklı yürümesi için gerekli politika ve prosedürleri belirleyip, güncellemektedir.	1,91	1,098
İşletmemizin iç kontrol sistemi amaçlarına ulaşabilmesi için, işletme bölümleri ve personeli arasında iş birliği sağlanmaktadır.	2,34	1,378
İşletmemizin amaçları ile iç kontrol sistemi uyum içerisindedir. Yönetim bu durumu benimseyip çalışanların katkıda bulunmalarını sağlamaktadır.	1,84	1,015
İşletmemiz işe alma politikalarında yetenekli kişileri tercih etmektedir. Bu işe alma politikaları yazılı biçimde olup, gerekli duyurular yapılmaktadır.	1,77	1,001
İşletmemizin genel olarak varlıklarının ve kayıtlarının kaybolmasına, çalınmasına, hilelere vb. unsurlara karşı güvenlik önlemleri bulunmaktadır.	1,76	0,952
İşletmemizdeki muhasebe işlemlerinin eksiksiz ve doğru tutulması için mevcut prosedürler etkin bir şekilde uygulanmaktadır.	1,66	0,918
İşletmemizin faaliyetleri farklı bir yetkili personel tarafından planlanmakta, kaydedilmekte, yerine getirilmekte ve kontrol edilmektedir.	3,26	1,335
Yasal düzenlemelerde, işletme politikalarında, iç kontrol prosedürlerinde veya denetim süreçlerinde meydana gelebilecek değişiklikler veya yenilikler üst yönetim tarafından personele bildirilmektedir.	3,18	1,235
İşletmemizde faaliyetler ve iç kontrolün etkinliğini azaltan riskler tanımlanıp belirlenmekte ve bunlar için önlemler alınmaktadır.	3,23	1,256
Süreç ve kontroller değişen risklere uygun olarak sürekli güncellenmektedir.	3,44	1,176
Çalışanlar işlerini kesintiye uğratabilecek riskler hakkında önceden bilgilendirilmektedir.	**4,33**	0,907
Veriler bilgi sistemine aktarılırken kontrol edilmektedir. Ayrıca bu veriler güncel ve doğru bir şekilde sağlanmaktadır.	**4,13**	0,955
İşletmemiz bilgi sisteminin taşıdığı riskler belirlenmekte, alt yapıda oluşabilecek aksaklıklara karşı oluşturulmuş ve sürekli güncellenen bir acil durum planı mevcuttur.	**3,95**	1,081
İşletmemizde bağımsız sistemler arasında veri akışı kontrolleri mevcuttur.	2,76	0,971
İşletmemizin amaçlarının yönetim tarafından değerlendirilmesini mümkün kılan geri bildirim mekanizmaları mevcuttur.	2,96	0,926

Tablo 5.2: İç kontrol ölçeğine dair ortalamalar (Devam)

İç kontrolün gözlemlenmesi için ayrıca bir iç kontrol elemanı istihdam edilmiştir.	3,10	1,108
İç kontrol sisteminin etkinliği yönetim tarafından sürekli olarak değerlendirilip gözlemlenmektedir.	3,09	1,152
Her bölüm iç kontrol prosedürlerinin kaliteli bir şekilde uygulanması ve işleyişinden sorumludur.	3,11	1,197
İç kontrol sistemi hata ve usulsüzlükleri anında belirlemekte ve gerekli önlemlerin alınmasını sağlamaktadır.	3,24	1,125

Tablo 2'de anket için ortalama ve standart sapmaları göstermektedir. Ortalama değerleri katılmalarının seviyesini göstermektedir. (0 ile 1 arası en düşük, 1,01 ile 2 arası düşük, 2,01 ile 3,49 arası orta, 3,50 ile 5 arası en yüksek katılma derecesidir). Standart sapmanın düşük olması cevapların çoğu ortalamaya yakın verilmiş olması demektir. Bu çalışma için anketin oluşturulmasında kullanılan maddeler yorumlanmıştır. Bu yorumlar aşağıdaki gibidir:

Katılımcıların, "İşletmemizde çalışanların yetki ve sorumlulukları yazılı ve açık bir şekilde ifade edilmiştir" şeklindeki soruya karşı verdikleri cevaplar doğrultusunda kararsız oldukları görülmüştür. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 2,11; standart sapma değeri ise 1,235'tir.

Katılımcıların, "İşletmemizin sahipleri veya yöneticileri işletmenin hedeflerine ulaşması ve iç kontrol sisteminin sağlıklı yürümesi için gerekli politika ve prosedürleri belirleyip, güncellemektedir" şeklindeki soruya genel olarak, 5'li likert ölçeğine göre katılmıyorum cevabının tercih edildiği görülmüştür. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 1,91; standart sapma değeri ise 1,098'dir. Bu doğrultuda katılımcılar ağırlıklı olarak, işletme sahipleri veya yöneticilerinin firma hedeflerine ulaşılması ve iç kontrol sisteminin sağlıklı olması için gereken politika ve prosedürlerin belirlenip güncellenmediğini düşünmektedirler.

Katılımcılar, "İşletmemizin iç kontrol sistemi amaçlarına ulaşabilmesi için, işletme bölümleri ve personeli arasında iş birliği sağlanmaktadır" şeklindeki soruya karşı cevaben kararsızım ifadesini seçtikleri görülmüştür. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 2,34; standart sapma değeri ise 1,378'dir.

Katılımcıların, "İşletmemizin amaçları ile iç kontrol sistemi uyum içerisindedir. Yönetim bu durumu benimseyip çalışanların katkıda bulunmalarını sağlamaktadır" şeklindeki soruya katılmadıkları yönünde bulguya ulaşılmıştır. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 1,84; standart sapma değeri ise 1,015'tir. Çalışanlar firmanın amaçlarıyla iç kontrol sisteminin uyum

içerisinde olmadığını ve yönetimlerinin de bu durumu benimsemeyip, iş görenlerin katkılarını sağlamadıklarını düşünmektedirler.

Katılımcıların, "İşletmemiz işe alma politikalarında yetenekli kişileri tercih etmektedir. Bu işe alma politikaları yazılı biçimde olup, gerekli duyurular yapılmaktadır" şeklindeki soruya karşı verdikleri cevaplar incelendiğinde, ölçeğe göre katılmadıkları görülmüştür. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 1,77; standart sapma değeri ise 1,001'dir. Katılımcılar, firmalarının işe alım süreçlerinde yetenekli kişileri tercih etmediğini ve işe alım politikalarında gerekli duyuruların yapılmayıp, süreçlerin yazılı biçimde yapılmadığını düşünmektedir.

Katılımcıların, "İşletmemizin genel olarak varlıklarının ve kayıtlarının kaybolmasına, çalınmasına, hilelere vb. unsurlara karşı güvenlik önlemleri bulunmaktadır" şeklindeki soruya yine katılmadıkları yönünde cevap vermişlerdir. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 1,76; standart sapma değeri ise 0,952'dir. Ankete katılanlar, firmanın varlıklarının ve kayıtlarının kaybolması, çalınması gibi durumlarla gerekli ve yeterli düzeyde güvenlik önlemlerinin alınmadığını düşünmektedir.

Katılımcıların, "İşletmemizdeki muhasebe işlemlerinin eksiksiz ve doğru tutulması için mevcut prosedürler etkin bir şekilde uygulanmaktadır" şeklindeki soruya 5'li likert ölçeğine göre katılmadıkları yönünde bulguya rastlanmıştır. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 1,66; standart sapma değeri ise 0,918'dir. Katılımcılar, firmadaki muhasebe işlemlerinin eksiksiz ve doğru tutulması için gerekli olan prosedürlerin etkili bir biçimde uygulanmadığını düşünmektedirler.

Katılımcılar, "İşletmemizin faaliyetleri farklı bir yetkili personel tarafından planlanmakta, kaydedilmekte, yerine getirilmekte ve kontrol edilmektedir" şeklindeki soruya karşı kararsız kalmışlardır. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,26; standart sapma değeri ise 1,335'tir.

Katılımcılar, "Yasal düzenlemelerde, işletme politikalarında, iç kontrol prosedürlerinde veya denetim süreçlerinde meydana gelebilecek değişiklikler veya yenilikler üst yönetim tarafından personele bildirilmektedir" şeklindeki soruya, ölçek doğrultusunda, kararsızım şeklinde yanıtlamışlardır. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,18; standart sapma değeri ise 1,235'tir.

Katılımcıların, "İşletmemizde faaliyetler ve iç kontrolün etkinliğini azaltan riskler tanımlanıp belirlenmekte ve bunlar için önlemler alınmaktadır" şeklindeki soruya ise

kararsız oldukları yönünde bulguya ulaşılmıştır. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,23; standart sapma değeri ise 1,256'dır.

Katılımcılar, "Süreç ve kontroller değişen risklere uygun olarak sürekli güncellenmektedir." şeklindeki soruya karşı verdikleri cevaplar incelendiğinde, kararsızım ifadesini tercih etmişlerdir. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,44; standart sapma değeri ise 1,176'dır.

Katılımcılar, "Çalışanlar işlerini kesintiye uğratabilecek riskler hakkında önceden bilgilendirilmektedir" şeklindeki soruya, 5'li likert ölçeğine göre katılıyorum cevabını verdikleri yönünde bulguya ulaşılmıştır. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 4,33; standart sapma değeri ise 0,907'dir. Katılımcılar, çalışanların işlerini kesintiye uğratması muhtemel riskler hakkında önceden bilgilendirildiğini düşünmektedirler.

Katılımcıların, "Veriler bilgi sistemine aktarılırken kontrol edilmektedir. Ayrıca bu veriler güncel ve doğru bir şekilde sağlanmaktadır" şeklindeki soruya ise, yine ölçek doğrultusunda katılıyorum yanıtını verdikleri görülmüştür. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 4,13; standart sapma değeri ise 0,955'tir. Katılımcılar, verilerin bilgi sistemlerine aktarıldığında kontrol edildiğini ve bu verilerin güncel ve doğru olduğunu düşünmektedirler.

Katılımcılar, "İşletmemiz bilgi sisteminin taşıdığı riskler belirlenmekte, alt yapıda oluşabilecek aksaklıklara karşı oluşturulmuş ve sürekli güncellenen bir acil durum planı mevcuttur" şeklindeki soruya katılıyorum cevabını tercih etmişlerdir. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,95; standart sapma değeri ise 1,081'dir. Katılımcılar, firmanın bilgi sistemlerinin taşıdığı muhtemel risklerin belirlendiğini ve alt yapılarının bu durumlara karşı sürekli güncellenerek konu hakkında bir acil durum planının mevcut olduğunu düşünmektedirler.

Katılımcıların, "İşletmemizde bağımsız sistemler arasında veri akışı kontrolleri mevcuttur" şeklindeki soruya karşı kararsızım şeklinde cevap verdikleri yönünde bulguya ulaşılmıştır. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 2,76; standart sapma değeri ise 0,971'dir.

Katılımcılar, "İşletmemizin amaçlarının yönetim tarafından değerlendirilmesini mümkün kılan geri bildirim mekanizmaları mevcuttur" şeklindeki soruya da , ölçek baz alındığında kararsız oldukları görülmüştür. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 2,96; standart sapma değeri ise 0,926'dır.

Katılımcıların, “İç kontrolün gözlemlenmesi için ayrıca bir iç kontrol elemanı istihdam edilmiştir” şeklindeki soruya verilen cevapları kararsız oldukları yönündedir. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,10; standart sapma değeri ise 1,08’dir.

Katılımcıların, “İç kontrol sisteminin etkinliği yönetim tarafından sürekli olarak değerlendirilip gözlemlenmektedir” şeklindeki soruya, ölçeğe göre, kararsızım yanıtını tercih etmişlerdir. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,09; standart sapma değeri ise 1,152’dir.

Katılımcılar, “Her bölüm iç kontrol prosedürlerinin kaliteli bir şekilde uygulanması ve işleyişinden sorumludur” şeklindeki soruya karşı yine kararsız bir tutum sergileyerek, 5’li likert ölçeğine göre kararsızım ifadesini tercih ettikleri yönünde bulguya ulaşılmıştır. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,11; standart sapma değeri ise 1,197’dir.

Katılımcılar, “İç kontrol sistemi hata ve usulsüzlükleri anında belirlemekte ve gerekli önlemlerin alınmasını sağlamaktadır” şeklindeki soruya da yine ölçek doğrultusunda cevaplar incelendiğinde kararsız kaldıkları görülmüştür. Bu soruya ilişkin ortalama değeri 3,24; standart sapma değeri ise 1,125’tir.

5.8. VERİLERİN ANALİZİ

Araştırmanın bu bölümünde belirlenen örneklemden anket yöntemi ile elde edilen verilerin analizi için SPSS 24.0 for Windows Paket Programı kullanılarak sosyo-demografik veriler analiz edilecektir. Ardından araştırmada kullanılan ölçeklerin güvenilirlik analizleri yapılacaktır. Ölçeklerin her bir alt boyutunun güvenilirliğine bakıldıktan sonra verilerin normal dağılıp dağılmadığı kontrol edilip, demografik yapılarına göre kullanılan ölçeklerin tek yönlü varyans analizi ve t-testi uygulaması yapılacak ve korelasyon analizi gerçekleştirilecektir.

Yapılan araştırmaya katılım gösteren bireylerden elde edilen demografik verilerin istatistiksel çözümlemesi yapılarak tablo haline getirilmiştir.

Tablo 5.3: Katılımcıların demografik verileri

	Sıklık	Yüzde	Kümülatif Yüzde
Cinsiyet			
Kadın	66	24,1	24,1
Erkek	207	75,9	100
Yaş			
18-29	24	8,7	8,7
30-39	132	48,3	57,0
40-49	81	29,6	86,6
50 Yaş Üstü	36	13,1	100
Medeni Durum			
Evli	113	41,3	41,3
Bekar	160	58,7	100
Eğitim Durumu			
Lise	83	30,4	30,4
Ön Lisans	34	12,4	42,8
Lisans	145	53,1	95,9
Lisansüstü	11	4,1	100
Mesleki Tecrübe			
0-5 Yıl	52	19,0	19,0
6-10 Yıl	72	26,3	45,3
11-20 Yıl	70	26,2	71,5
21-30 Yıl	62	22,7	94,2
31 Yıl ve Üstü	16	5,8	100

Tablo 3'te görüldüğü üzere; cinsiyet değişkenindeki örnekleme bakıldığında erkeklerin kadın sayısından fazla olduğu görülmektedir. Ankete katılanların yaş dağılımına bakıldığında 30-39 yaş aralığında olan katılımcıların toplam katılımcı sayısının hemen hemen yarısını oluşturduğu görülmektedir. Onun ardından 40-49 yaş aralığında olan bireyler gelmektedir. Bu iki yaş aralığı toplam katılımcı sayısının %78'ini kapsamaktadır. Katılımcıların medeni durumlarına bakıldığında bekar olanların evli olanlardan daha fazla olduğu görülmektedir. Eğitim durumu değişkeninde lisans seviyesinden mezun olan katılımcıların fazla olduğu görülmektedir. Örnekleme dahil olan bireylerin mesleki tecrübeleri incelendiğinde 6-10 yıl aralığında tecrübesi bulunan çalışanların %26,3 çoğunlukta olduğu görülürken, ardından 11-20 yıl aralığında çalışanlar (%26,2) ve 21-30 yıl aralığında çalışanlar (%22,7) gelmektedir. 0-5 yıl aralığında çalışanların oranı %19 iken, 30 yıl ve üstünde çalışanların ise %5,8'i ifade ettiği görülmektedir.

5.9. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Çalışmanın bu aşamasında ölçeklerin; katılımcıların kişisel özelliklerine göre anlamlı bir farklılık olup olmadığına dair bulgular araştırılmıştır. T testi, belirli bir konuda iki grup arasında anlamlı bir fark olup olmadığını ölçmektedir (Saruhan ve Özdemirci, 2011:220).

Ankete katılan çalışanların ölçek sorularına verdikleri yanıtların ortalamalarının farklılık gösterip göstermediği bağımsız gruplar için t testi ile analiz edilmiştir.

Yapılan analizlerin sonuçları aşağıda tablolarda belirtilmiştir.

Tablo 5.4: İç kontrol algısının cinsiyet değişkenine göre incelenmesi

Ölçek	Cinsiyet	Kişi Sayısı	Ort.	Std. Sap	t Değ.	p Değ.
İç Kontrol	**Kadın**	66	3,02	1,01	1,271	0,12
	Erkek	207	3,19	0,96	1,198	

Bağımsız iki örnek ile yapılan T-testi sonuçlarını gördüğümüz tablo 4'teki veriler incelendiğinde, ankete katılanların cinsiyete göre iç kontrol algılarının anlamlı bir farklılık göstermediği görülmektedir (p>0,05). Ankete katılan erkek (3,19) katılımcıların iç kontrol algıları, kadın (3,02) katılımcıların iç kontrol algılarından daha yüksektir. Ancak p değeri 0,05'ten büyük olduğu için cinsiyetin iç kontrol algısında etkili olmadığı yönünde güçlü bulguya rastlanmıştır. Tablodan çıkan sonuçlardan hareketle "*H1: İç kontrol algısı katılımcıların cinsiyetine göre farklılık gösterir*" hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 5.5: İç kontrol algısının yaş değişkenine göre incelenmesi

Ölçek	Yaş	Kişi S.	Ort.	Std. Sap	t Değ.	p Değ.
İç Kontrol	**18-29 Yaş**	24	3,31	1,08	1,097	**0,03**
	30-39 Yaş	132	3,19	1,11	1,213	**0,01**
	40-49 Yaş	81	3,02	1,05	1,126	0,12
	50 Yaş ve Üstü	36	3,37	1,03	1,210	0,29

Varyans analizi, üç ya da daha fazla ortalamanın test edilmesinde kullanılır ve t-testinden bu noktada ayrılmaktadır (Toktamış ve Türkan, 2020:231). Yapılan varyans analizine göre, iç kontrol algılarının yaş değişkenine göre farklılık gösterdiği görülmektedir (p>0,05). Katılımcıların vermiş olduğu cevapların aritmetik ortalamalarına bakıldığında iç kontrole, en yüksek 46-55 yaş arası grubun (3,37) en çok dikkat ettiği, bu yaş grubundan sonra 18-29 yaş aralığında olanların (3,31) geldiği görülmektedir. En az dikkat eden yaş aralığında olanların ise 40-49 yaş aralığında (3,02) olduğu görülmektedir. Katılımcıların verdiği cevaplardan hareketle, yaş değişkeninin iç kontrol algısını etkilemekte olduğu söylenebilir. 40 yaşına kadar çalışmış olan bireylerin iç kontrole önem verdiği görülmektedir. 40 yaşından sonraki süreçte ise bireylerin, iç kontrole önem vermediği yönünde bulguya ulaşılmıştır. Bu noktada, tüm yaş grubundaki bireylerin iç kontrole önem vermesini sağlayacak çalışmaların yapılması gerektiği söylenebilir. Tablodan çıkan sonuçtan hareketle "*H2: İç kontrol algısı katılımcıların yaşlarına göre farklılık gösterir*" hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 5.6: İç kontrol algısının medeni durum değişkenine göre incelenmesi

Ölçek	Medeni Durum	Kişi Sayısı	Ort.	Std. Sap	t Değ.	p Değ.
İç Kontrol	**Evli**	113	3,26	1,17	1,098	0,344
	Bekar	160	3,37	1,02	1,199	

Bağımsız iki örnek ile yapılan T-testine göre yapılan tablo 6'deki veriler incelendiğinde, ankete katılanların medeni durumlarına göre iç kontrol algılarının farklılık göstermediği yönünde güçlü bulguya rastlanmıştır (p>0,05). Ankete katılan bekar katılımcıların iç kontrol algıları (3,37), evli katılımcıların iç kontrol algılarından (3,26) daha yüksek olduğu görülmektedir. "*H3: İç kontrol algısı katılımcıların medeni durumuna göre farklılık gösterir*" hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 5.7: İç kontrol algısının eğitim durumu değişkenine göre incelenmesi

Ölçek	Eğitim Durumu	Kişi S.	Ort.	Std. Sap	t Değ.	p Değ.
İç Kontrol	**Lise**	83	3,67	1,22	1,106	0,317
	Ön Lisans	34	3,35	1,19	1,251	0,110
	Lisans	145	3,12	1,13	1,214	**0,029**
	Lisansüstü	11	3,48	1,10	1,261	**0,013**

Yapılan varyans analizine göre, iç kontrol algılarının eğitim durumu değişkenine göre farklılık gösterdiği görülmektedir (p<0,05). Ankete katılan katılımcıların eğitim durumlarına göre iç kontrol algılarına bakıldığında eğitim durumu lisans ve lisansüstü olan katılımcıların p değerlerinin (0,029 ve 0,013) 0,05'ten küçük olduğu görülmektedir. Ancak diğer eğitim seviyelerinde mezun olan katılımcıların iç kontrol algıları arasında anlamlı bir farklılık bulunmadığı yönünde bulguya rastlanmıştır. Buradan hareketle, eğitim seviyesi yükseldikçe bireylerin iç kontrole daha da fazla önem verdiği sonucu çıkarılabilir. Tüm birimlerde çalışanların eğitim seviyelerinin yükseltilmesine yönelik çalışmaların yapılması durumunda, iç kontrol algısının artmasının beklenmesi mümkün olabilir. Buradan hareketle "*H4: İç kontrol algısı katılımcıların eğitim durumlarına göre farklılık gösterir*" hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 5.8: İç kontrol algısının mesleki tecrübe değişkenine göre incelenmesi

Ölçek	Mesleki Tecrübe	Kişi S.	Ort.	Std. Sap	t Değ.	p Değ.
İç Kontrol	**0-5 Yıl**	54	3,48	1,29	1,034	0,143
	6-10 Yıl	92	3,81	1,01	1,108	0,209
	11-20 Yıl	66	3,11	1,04	1,206	0,108
	21-30 Yıl	84	3,19	1,09	1,166	0,126
	31 Yıl ve Üstü	24	3,24	1,16	1,211	0,167

Tablo 8'deki yapılan varyans analizine bakıldığında, ankete katılanların mesleki tecrübeleri ile iç kontrol algıları arasında farklılık göstermediği görülmektedir (p>0,05). Ankete katılan bireylerden 6-10 yıl aralığında çalışmakta olanlar (3,81) iç kontrole en çok önem veren grup olması yönünde güçlü bulguya rastlanmıştır. Ardından 0-5 yıl aralığında çalışanlar geldiği görülmektedir. İç kontrole en az önem veren grup ise 11-20 yıl aralığında çalışanlar (3,11) olduğu görülmektedir. Tablodan çıkan sonuca göre "*H5: İç kontrol algısı katılımcıların mesleki tecrübelerine göre farklılık gösterir*" hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 5.9: Araştırma hipotezlerinin Kabul/Red durumu

Hipotezler	Kabul/Red
H1: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının cinsiyetine göre farklılık gösterir.	**Red**
H2: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının yaşlarına göre farklılık gösterir.	**Kabul**
H3: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının medeni durumuna göre farklılık gösterir.	**Red**
H4: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının eğitim durumlarına göre farklılık gösterir.	**Kabul**
H5: İç kontrol algısı portföy yönetim şirketi çalışanlarının mesleki tecrübelerine göre farklılık gösterir.	**Red**

Tablo 9'dan çıkan sonuçlara baktığımızda; iç kontrol algısı, portföy yönetim şirketi çalışanlarının cinsiyetlerine göre farklılık göstermediği görülmüştür. Bunun temel nedeni, iç kontrol olgusunun cinsiyetle bir bağlantısının olmaması olabilir. İç kontrol kavramı, kadın-erkek fark etmeden tüm çalışanları ve kurumun genelini etkileyen bir süreçtir.

Portföy yönetim şirketi çalışanlarının yaşlarına göre farklılık gösterdiği görülmüştür. Kurumlarında yeni işe başlamış olan bireylerin; kurum kültürü ve kontrol mekanizmaları hakkında yeterince bilgi sahibi olmadan sadece teorik olarak bilmelerinden ötürü iç kontrol kavramına önem vermemelerinden kaynaklanması muhtemeldir. Zamanla iç kontrolün önemini kurum bünyesinde daha iyi anlayan personellerin iç kontrole daha çok önem vermesi normal olarak görülebilir. Ancak çalışmamızda yaptığımız analiz sonucunda 46-55 ve 18-25 yaş aralığındaki bireylerin algısının daha yüksek olduğu görülmüştür. Bu durum, yeni mezun veya iş hayatına yeni atılan bireylerin iç kontrole günümüzden daha çok önem verilmesinden dolayı oluşması beklenebilir.

Çalışanların medeni durumlarına göre farklılık analizinin reddedildiği tabloda görülmektedir. Yaş olgusunda olduğu gibi iç kontrol olgusu, bireylerin evli ya da bekar

olmasından etkilenebilecek veya bireylerin evli ya da bekar olması, iç kontrol kavramını etkilemeyecektir.

Eğitim durumu değişkeniyle yapılan analizler sonucunda bireylerin eğitim seviyelerine göre iç kontrol algının değişkenlik gösterdiği görülmüştür. Konuyla ilgili daha yüksek seviyelerde eğitim alan bireylerin, iç kontrole ilişkin algılarının diğer eğitim seviyesinden mezun olan bireylere oranla daha farklı ve fazla olması muhtemeldir. Çalışmamızda yapılan analiz sonucu da yukarıda belirtilen durumla aynı doğrultudadır.

SONUÇ

Portföy yönetimi, yeni ürünler geliştirmede başarılı olmanın temeli açısından büyük önem taşımaktadır. Çeşitli kurumsal yatırımcıların portföylerine aktarılan sermaye akımı ve kurumsal yatırımcıların alım-satım hacimleri, toplam piyasa aktivitesinin büyük çoğunluğunu oluşturmaktadır. Finansal kuruluşlar, yatırımcılara sunabilecekleri ürün çeşitliliği kadar oyunun içinde olduklarını bildiklerinden, sektördeki rekabeti artıran bir faktör olan ürün çeşitliliğini sağlamak adına portföy yönetimi önemlidir.

Genel olarak portföy yönetimi, portföyün yatırımcılara göre planlanması, yatırımların seçimi için analizi, portföye dahil edilecek kıymetlerin seçimi, portföyün performansının değerlendirilmesi, portföyün belirli aralıklarla gözden geçirilmesi olarak tanımlanabilir.

Portföy yönetimi, kurumların ellerinde bulundurduğu sermayelerini en verimli şekilde nasıl değerlendirecekleri ve aslında yeni yatırım enstrümanlarına nasıl ulaşılacağı ile ilgilidir. Portföy yönetimi, en uygun portföy bileşimini oluşturmayı sağlayan risk ve getiri arasındaki dengedir.

Portföy yönetiminin temel amacı yatırımlardan fayda sağlamaktır. Alınan riske dayalı olarak yatırımcı karlılığını maksimize etmeye çalışır. Bu kazanç, temettü veya faiz geliri, bir menkul kıymetin piyasa değerindeki bir artıştan elde edilen sermaye kazancı veya ikisinin birleşimi olabilir.

İç kontrol sistemi, bir işletmenin mevcut faaliyetlerini değerlendirmek için geliştirdiği bir iç kontrol mekanizmasıdır. Üst yönetim bir iç kontrol sistemi kurmak istediğinde, yapılacak ilk şey işletmenin finansal ve muhasebe risklerini belirlemektir. Ardından, bu riskleri ortadan kaldırmak veya azaltmak için politikalar ve prosedürler benimsenmeli ve ilgili çalışanlara aktarılmalıdır. Böylece personelin fikir sahibi olmasına çalışılmalıdır.

Genel olarak, iç kontrol ile ulaşılması gereken temel hedefler şunlardır:

i. Finansal raporlamanın güvenilirliğinin sağlanması

ii. Faaliyetlerin etkililiğinin ve verimliliğinin sağlanması

iii. Düzenleme ve kurallara uyumun sağlanması

iv. İşletme varlıklarının korunmasının sağlanması

v. Belirlenen kuruluş amaçlarına ve hedeflerine ulaşılmasının sağlanması

vi. Kaynakların ekonomik ve verimli kullanımının sağlanması

Bu hedeflere ulaşmak için gerekli politika ve prosedürler aşağıdaki unsurları içermektedir;

a) Bağımsız performans gözetimi (gerçekleşen performansın bütçe, plan öngörülerle karşılaştırılması),

b) Yeterli belge, bilgi ve kayıt (işlemlerin doğruluk, tamamlılık ve yetkilendirme yönünden incelenmesine yönelik kontroller),

c) Fiziki kontroller (varlık ve kayıtların fiziki güvenliğini temin eden kontrol faaliyetleri),

d) Görev ve sorumlulukların dağılımı (yetkilendirme, kayıt ve muhasebe fonksiyonlarının farklı görevlilere verilmesi, fiziki ve kaydi sorumlulukların faklı kişilere verilmesi.

Yapılan araştırma sonucunda etkin bir iç kontrol sistemi kurulması hususunda şu önerilerin dikkate alınması faydalı olacaktır;

a) İç kontrolün yönetim ve tüm çalışanlardan etkilenen bir süreç olduğu göz önüne alındığında iç kontrolün öneminin daha iyi kavranması açısından iç kontrol sisteminin ne olduğu ve ne fayda sağlayacağı tüm personele ve üst yönetime anlatılmalıdır. Ancak anlatımın sıkıcı, mevzuat ağırlıklı ve teknik ifadelerden arındırılmış olmasına özen gösterilmelidir. Bu sayede işletmelerde personel ve üst yönetimin iç kontrol hususunda farkındalığı ve üst yönetimin desteği sağlanabilir.

b) Mesleki yeterlilik ve liyakat konularında zafiyetler yaşandığı, personelin işe alınması ve görevde yükselmelerde bireysel performansın göz ardı edilmesinin kurumsallaşmanın sağlanmasına engel olacağı aşikârdır. Kurumsallaşmanın sağlanması bakımından yetki ve sorumlulukların sadece hak eden kişiye verilmesi hususunda gereken yapılmalıdır.

c) Kontrol ortamı hususunda belli bir aşamaya gelinmiş olmakla birlikte üst yönetimin, birim yöneticilerinin ve personelin bakış açısı ve tutumlarının birlikte değerlendirilerek kontrol ortamının iyileştirilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun

için iç kontrol konusunda uzman kişi veya kuruluşlardan danışmanlık hizmeti alınması yoluna gidilmelidir.

d) İç kontrolün temeli risk odaklı olmaktır. İç kontroller ve bir bütün olarak iç kontrol sistemi riske karşı verilen kurumsal bir tepkidir. Diğer bir ifade ile iç kontrol, kurum strateji ve faaliyetlerindeki risklerin, kurumun kabul edebileceği (minimum zarar) seviyeye indirilmesini sağlar. Bu bilgiler ışığında; öncelikli olarak işletmelerde risk tanımlamalarının yapılması, analiz edilmesi, önceliklendirilmesi, risk kontrol matrisleri ve risk haritalarının çıkarılması, risk iyileştirme eylemlerinin hazırlanması, buna göre risk yönetim stratejisinin belirlenmesi bu konuda gerekirse danışmanlık firmalarından ve yazılım çözümlerinden faydalanılması yoluna gidilmelidir.

e) Kurumda risklerin belirlenmesinden sonra söz konusu riskler için uygun kontrol strateji ve yöntemlerinin oluşturulması ve yeterliliklerinin değerlendirilmesi gerekmektedir. Uygun olmayan, verimsiz ve yetersiz kontrollerin elenmesi ve yerlerine yenilerinin oluşturulması, süreçlerin iç kontrol sistemini güçlendirecek şekilde yeniden yapılandırılması, kurum içi bir risk ve kontrol veritabanı oluşturulması uygun olacaktır.

f) Tüm fonksiyonel süreçlerde kurumda kullanılan bilgi sistemleri ve iletişim mekanizmalarının öneminin daha da arttığı dikkate alınarak etkinlik, verimlilik, ekonomiklik anlamında değerlendirilmesi, geliştirilmesi önem arz etmektedir. Bilgi sistemlerinin güçlendirilmesi bilgi sistemlerindeki kontrollerin değerlendirilmesine yönelik strateji, eylem, projeler tanımlanması uygun olacaktır.

g) Yönetim ve iç denetçiler tarafından iç kontrollerin sürekli ve periyodik takibinin yapılması ve değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu sayede, iç kontrolün izlenebilmesinin, sistem henüz tasarlanırken geri bildirimde bulunması sağlanmış olacaktır. Ayrıca, iç kontrol sürecinde iç denetçilerin desteğinin alınması, üst yönetimin desteğinin sağlanması anlamına da geleceğinden önem taşımaktadır.

Sonuç itibariyle; iç kontroller ve iç denetim olmadan, bir işletmenin kaynaklarını ve varlıklarını iç ve dış risklerden koruması imkansızdır. Uluslararası standartlara uygun, etkin bir iç kontrol sistemi kurmak, faaliyetlerin mevzuata ve kanunlara uygun bir şekilde

yürütülmesi, kaynakların etkin ve verimli kullanılması sonucunu doğuracaktır. Olası hata ve hilelerin azaltılarak varlıkların korunması, güvenilir finansal tabloların hazırlanması, kamuoyunun bilgilendirilmesi, işletmelerdeki hizmetlerin kalitesinin ve çalışanların memnuniyetinin artması ve yönetimsel performansın artmasına yönelik katkı sağlanmış olacaktır.

REFERANSLAR

Adiloğlu, B. (2011). *İç Denetim Süreci ve Kontrol Prosedürleri*. Türkmen Kitapevi. İstanbul.

Aksoy, T. (2005). Küresel Etkili Muhasebe ve Denetim Skandallarının Nedenleri Işığında Sarbanes-Oxley Yasası ile SPK Düzenlemesinin Karşılaştırılması, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 7(4), 45-79.

Aksoy, T. (2005b). Bağımsız Denetim Şirketleri İçin Ulusal ve Uluslararası Düzenlemelerle Uyumlu Çok Yönlü Bir İç Kontrol Anket Formu Önerisi. *Mali Çözüm,* 15(73), 168-202.

Aksoy, T. (2006). *Tüm Yönleriyle Denetim, AB ile Müzakere ve Uyum Sürecinde Denetimde Yeni Bir Paradigma*. Ankara: Yetkin Yayınları.

Aksoy, T. (2010). *Basel ve İç Kontrol.* Ankara: Türmob Yayınları.

Aksoy, T. (2018). Risk Odaklı İç Denetim Sürecinde Operasyonel Risklerin Belirlenip Ölçülmesine Yönelik Uygulamalı Bir 3×5 Risk Matriksi ve Risk Analiz Anket Formu Önerisi. *Mali Çözüm*, 28(147), 37-77.

Aksoy, T. ve Bozkuş, S. (2013). Measuring the Internal Audit Performance: Tips For a Successful Implementation in Turkey. *American International Journal of Contemporary Research,* 3(4), 71-82.

Aksoy, T., ve Kahyaoğlu, S. (2009). Economic Demand For an Effective Audit Committee to Monitor Management İn The Light of Corporate Governance Mechanism and Oversight of The Firms Internal Control Structure: A Theoretical Glance, *World of Accounting Science, World of Accounting Science, Modav,* 11(2), 153-173.

Aksoy, T. ve Mohammed, A. (2020). Assessing Bank's Internal Control Effectiveness: The Case of Ghanaian Listed Banks. *International Journal of Research in Business and Social Science,* 9(4), 196-206.

Akyel, R. (2010). Türkiye'de İç Kontrol Kavramı, Unsurları ve Etkinliğinin Değerlendirilmesi. *Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* 1, 83-98.

Alagöz, A. (2008). İşletmelerde İç Kontrol Sisteminin Önemi ve Denetim Komiteleri ile İç Denetim Birimi İlişkisinin Hata ve Hilelerin Önlenmesindeki Rolü. (Ed.) Z. Doğan ve M. İnal, *Güncel İşletmecilik Konuları*. Konya: Tablet Kitabevi.

Alkaya, Y. (2019). İç Kontrol Sistemi ile Bağımsız Denetim Arasındaki İlişkinin İncelenmesi ve Daha İyi Bir Bağımsız Denetim Uygulaması İçin İç Kontrol Sisteminin Nasıl Olması Gerektiği Üzerine Bir Araştırma. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.

Apak, S. ve Demirel, E. (2013). *Finansal Yönetim*. Ankara: Papatya Yayınları.

Arcagök, S., ve Erüz, E. (2006). *Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Sistemi*. Ankara: HUD Yayınları.

Baykan, G. (2010). Portföy Yönetimi ve İMKB'de Bir Uygulama. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.

Bayrakdaroğlu, A. (2018). "Finansal Varlık Fiyatlama Modeli". (Ed.) Aysel Gündoğdu, *Finansın Temel Teorileri*. İstanbul: Beta Yayıncılık.

Ceylan, A., Korkmaz, T. (2015). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınları.

Chambers, S. (2008). *Portfolio Management Theory and Practice*. Boston: McGraw Publishing.

Civan, M. (2007). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Yayınları.

Coşkun, E. ve Çınar, Ö. (2014). Üç Faktör Varlık Fiyatlama Modelinin Geçerliliği: Borsa İstanbul'da Bir İnceleme. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(4), 235-250.

Çatıkkaş, Ö. (2017). *Sigortacılık Sektöründe İç Denetim*. İstanbul: Yalın Yayıncılık.

Çukacı, Y. C. (2012). *Vakıflarda İç Kontrol Sistemi*. Ankara: Aktüel Yayınları.

Dabbağoğlu, K. (2007). İç Kontrol Sistemi. *Mali Çözüm Dergisi*, 82, 159-169.

Darst, M. (2008). *The Art of Asset Allocation: Asset Allocation Principles and Investment Strategies for Any Market*. Boston: McGraw Publishing.

Demir, B., Aydemir, İ., ve Kaygusuzoğlu, M. (2008). *Muhasebe Denetimi*. Ankara: Lisans Yayınevi.

Demirtaş, Ö. ve Güngör, Z. (2004). Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama. *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, 1(4), 103-109.

Derici, O. (2012). *İç Kontrol Sistemi ve Kurumsal Risk Yönetimi*. Ankara: Sayıştay Yayınları.

Dittenhofer, M. (2001). Internal Auditing Effectiveness: An Expansion of Present Methods. *Managerial Auditing Journal*, 16(8), 443-450.

Doğukanlı, H. ve Borak, M. (2018). *Portföy Yönetimi*. Adana: Karahan Kitabevi.

Elton, E. ve Gruber, M. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley Publishing.

Ercan, M. ve Ban, Ü. (2015). *Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Erdoğan, M. (2001). *Denetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Erdoğan, S. (2009). "İç Kontrol Sistemi: Kamu İktisadi Teşebbüsleri İçin İç Kontrol Modeli Önerisi". *T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Uzmanlık Tezi*, Ankara.

Erkan, M. (2008). *Muhasebe Denetimi*. İstanbul: Alf Matbaası.

Fettahoğlu, A. (2016). *Portföy Yönetimi*. İstanbul: Umuttepe Yayınları.

Garaham, L. (2015). *Internal Control Audit and Compliance-Documentation and Testing Under The New Coso Framework.* Canada: Wiley Publishing.

Gönen, S. (2007). Konaklama İşletmelerinde Muhasebe Organizasyonu ve İç Kontrol Sisteminin Etkinliğinin Arttırılmasına Yönelik Bir Uygulama. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, İzmir.

Gönülacar, Ş. (2008). İç Denetimin Bürokratik Serencamı. *Mali Hukuk Dergisi*, 135, 1-21.

Günal, A. A. (2010). *Üretim İşletmelerinde İç Kontrol Sistemi ve Bir Uygulama*. İstanbul: Pelikan Yayınları.

Güner, M. (2009). Kamu İdarelerinin Etkin Yönetiminde İç Kontrol Uygulamalarının Rolü. *Maliye Dergisi*, 157, 183-195.

Gürbüz, H. (2019). *Muhasebe Denetimi*. İstanbul: Deha Yayınları.

Güredin, E. (2014). *Denetim ve Güvence Hizmetleri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Harringston, C. (2004). Internal Auditor's New Role: Put Together a Top-Notch Department. *Journal of Accountancy*, 3, 65-76.

İnam, M. (2007). *Sermaye Piyasası*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Kabakçı, A. (2015). *Portföy Yönetimi*. İzmir: İlkem Yayınları.

Karacaer, S., ve İbrahimoğlu, N. (2003). İşletme Yönetiminde Muhasebe Bilgi Sistemi, İç Kontrol, Verimlilik İlişkisi ve Önemi. *HÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1), 121-128.

Karan, M. B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Yayınları.

Kaval, H. (2015). *Muhasebe Denetimi: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Uygulama Örnekleriyle*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Keler, A. (2008). Portföy Yönetiminde Yeni Açılımlar ve Dinamik Portföy Yönetimi Olarak Hedge Fon Yönetimi. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, İstanbul.

Kepekçi, C. (2004). *Bağımsız Denetim*. İstanbul: Avcı Ofset Matbaacılık.

Keskin, D. (2006). *İç Kontrol Sistemi Kontrol Öz Değerlendirme*. İstanbul: Beta Yayınları.

Konuralp, G. (2005). *Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları.

Korkmaz, T., Aydın, N. ve Sayılgan, G. (2013). *Portföy Yönetimi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Köse, E. (2001). Doğrusal Olmayan Programlama Yöntemlerinden Kuadratik Programlama ile İMKB (30)'da Portföy Oluşturma Uygulaması. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.

Maginn, J., Tuttle, D., McLeavey, D. ve Pinto, E. (2007). *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*. New Jersey: John Wiley Publishing.

Özarslan, S. (2018). "Modern Portföy Teorisi". (Ed.) Turgay Münyas, *Finansal Yönetim ve Portföy Yönetim Teorisi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Özen, G. (2010). *İç Kontrol Sistemi ve Verimlilik İlişkisi*. İstanbul: Pelikan Yayınları.

Özeren, B. (2002). *Federal Hükümette İç Kontrol Standartları*. Ankara: Araştırma ve Tasnif Yayınları.

Patev, P. ve Petkov, K. (2017). Significance of the Portfolio Scope for Improving the Results of the Active Portfolio Management-Following the Example of the Emerging Stock Market in Southeast Asia. *Tsenov Academy of Economics*. (4), 15-32.

Rambaud, S., Perez, G., Granero, M. ve Segovia, T. (2004). Theory of Portfolios: New Considerations on Classic Models and the Capital Market Line. *European Journal of Operational Research*, 163(2), 276-283.

Reilly, F. ve Brown, K. (2000). *Investment Analysis and Portfolio Management*. London: Thomson Learning.

Rensburg, P. (1997). Investment Basics: The Arbitrage Pricing Theory. *Investment Analysts Journal*, 26(46), 60-64.

Root, S. J. (1998). *Beyond COSO: Internal Control to Enhance Corporate Governance*. New York: Jhon Wiley Publishing.

Rubinstein, M. (2012). Markowitz's 'Portfolio Selection': A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance*, 57(3), 1041-1045.

Sakin, T. (2017). *İç Kontrol Sistemi ve İç Denetim*. İstanbul: Çağlayan Kitabevi.

Saltık, N. (2007). "İç Kontrol Standartları". *Bütçe Dünyası Dergisi*, 2(26), 58-69.

Sayılgan, G. (2013). "Endeks (Faktör) Modelleri". (Ed.) Mehmet Başar, *Portföy Yönetimi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Sprecher, C. ve Karcıoğlu, R. (1990). Çeşitlendirme Prensipleri. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(4), 212-234.

Steinbach, M. C. (2001). Markowitz Revisited: Mean-Variance Models in Financial Portfolio Analysis. *Society for Industrial and Applied Mathematics*, 43(1), 31-85.

Taner, B., ve Akkaya, G. (2012). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Travers, F. (2004). *Investment Manager Analysis: A Comprehensive Guide To Portfolio Selection, Monitoring, and Optimization*. New Jersey: John Wiley Publishing.

Tükenmez, M. (1999). Portföy Riski ve Portföy Riskinin Yönetim Araçlarından Biri Olarak Uluslararası Çeşitlendirme. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, İzmir.

Türedi, H., Koban, A., ve Karakaya, G. (2015). Coso İç Kontrol (ABD) Modeli ile İngiliz (Turnbull) ve Kanada (Coco) Modellerinin Karşılaştırılması. *Sayıştay Dergisi*, 99, 95-119.

Usta, Ö. (2011). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Uzay, Ş. (2009). "Denetim Süreci ve Aşamaları". (Ed.) S. Kardeş ve Ş. Uzay, *Muhasebe Denetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Weiss, L. (2010). *Active vs. Passive Portfolio Management*. London: Farmington Publishing.

Yılancı, M. (2003). *İç Denetim*. Eskişehir: Osmangazi Üniversitesi Yayınları.

Yılancı, M. (2015). *İç Denetim ve İç Kontrol Değerleme Rehberi*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Yurtsever, G. (2009). Türk Bankacılığında Uyum Faaliyetleri. *İç Denetim Dergisi,* 24, 20-29.

Yurtsever, G. (2010). *Bankacılığımızda İç Kontrol*. İstanbul: Beta Yayınları.

Yörük, N. (2000). *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi*. İstanbul: İMKB Yayınevi.

EK A

ANKET FORMU

A.1 ANKET FORMU

Demografik Bulgular:

Cinsiyet:

Kadın:……. Erkek:…….

Yaş:

18-25 Yaş:…. 26-35 Yaş:….. 36-45 Yaş:….. 45-55 Yaş:… 56 Yaş ve Üstü:…

Medeni Durum:

Evli:…… Bekar:……

Eğitim Durumu:

Lise:…… Ön Lisans:…… Lisans:…… Lisansüstü:……

Mesleki Tecrübe:

0-5 Yıl…… 6-10 Yıl…… 11-20 Yıl…..... 21-30 Yıl……. 31 Yıl ve Üstü……..

Ankette toplam 20 soru bulunmaktadır. Lütfen kendinizi ek yakın hissettiğiniz cevabı işaretleyiniz. Bu anketten elde edilen veriler Altınbaş Üniversitesi'nde yürütülen "Türkiye'deki Portföy Yönetim Şirketleri Çalışanlarının İç Kontrol Sistemine Bakışı" isimli yüksek lisans tez çalışmasında kullanılacaktır.

	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum
İşletmemizde çalışanların yetki ve sorumlulukları yazılı ve açık bir şekilde ifade edilmiştir.					
İşletmemizin sahipleri veya yöneticileri işletmenin hedeflerine ulaşması ve iç kontrol sisteminin sağlıklı yürümesi için gerekli politika ve prosedürleri belirleyip, güncellemektedir.					
İşletmemizin iç kontrol sistemi amaçlarına ulaşabilmesi için, işletme bölümleri ve personeli arasında işbirliği sağlanmaktadır.					
İşletmemizin amaçları ile iç kontrol sistemi uyum içerisindedir. Yönetim bu durumu benimseyip çalışanların katkıda bulunmalarını sağlamaktadır.					
İşletmemiz işe alma politikalarında yetenekli kişileri tercih etmektedir. Bu işe alma politikaları yazılı biçimde olup, gerekli duyurular yapılmaktadır.					
İşletmemizin genel olarak varlıklarının ve kayıtlarının kaybolmasına, çalınmasına, hilelere vb. unsurlara karşı güvenlik önlemleri bulunmaktadır.					
İşletmemizdeki muhasebe işlemlerinin eksiksiz ve doğru tutulması için mevcut prosedürler etkin bir şekilde uygulanmaktadır.					
İşletmemizin faaliyetleri farklı bir yetkili personel tarafından planlanmakta, kaydedilmekte, yerine getirilmekte ve kontrol edilmektedir.					
Yasal düzenlemelerde, işletme politikalarında, iç kontrol prosedürlerinde veya denetim süreçlerinde meydana gelebilecek değişiklikler veya yenilikler üst yönetim tarafından personele bildirilmektedir.					
İşletmemizde faaliyetler ve iç kontrolün etkinliğini azaltan riskler tanımlanıp belirlenmekte ve bunlar için önlemler alınmaktadır.					
Süreç ve kontroller değişen risklere uygun olarak sürekli güncellenmektedir.					
Çalışanlar işlerini kesintiye uğratabilecek riskler hakkında önceden bilgilendirilmektedir.					
Veriler bilgi sistemine aktarılırken kontrol edilmektedir. Ayrıca bu veriler güncel ve doğru bir şekilde sağlanmaktadır.					
İşletmemiz bilgi sisteminin taşıdığı riskler belirlenmekte, alt yapıda oluşabilecek aksaklıklara karşı oluşturulmuş ve sürekli güncellenen bir acil durum planı mevcuttur.					
İşletmemizde bağımsız sistemler arasında veri akışı kontrolleri mevcuttur.					
İşletmemizin amaçlarının yönetim tarafından değerlendirilmesini mümkün kılan geri bildirim mekanizmaları mevcuttur.					
İç kontrolün gözlemlenmesi için ayrıca bir iç kontrol elemanı istihdam edilmiştir.					
İç kontrol sisteminin etkinliği yönetim tarafından sürekli olarak değerlendirilip gözlemlenmektedir.					
Her bölüm iç kontrol prosedürlerinin kaliteli bir şekilde uygulanması ve işleyişinden sorumludur.					
.İç kontrol sistemi hata ve usulsüzlükleri anında belirlemekte ve gerekli önlemlerin alınmasını sağlamaktadır.					