

## KONJONKTÜR HAREKETLER VE İŞLETMELERİN YATIRIM KARARLARININ FİRMA-MENKUL KIYMET YATIRIMLARI AÇISINDAN KAVRAMSAL İNCELEMESİ<sup>1</sup>

Tahir BENLİ<sup>2</sup>

### ÖZ

*Ekonomide konjonktür hareketleri karar almada büyük önem taşımaktadır. Menkul kıymet yatırımcısı olarak işletmelerin genel ekonomik çevredeki oluşumları ve konjonktürel hareketleri işletme kararlarında önemli bir değişken şekilde ele almaları gereklidir. Bu bağlamda, konjonktürel dalgalanma tipleri, işletmelerin yatırım kararları ve firma menkul kıymet yatırımları incelenmiştir. Yatırım ilkeleri, yatırım türleri ve firmaların menkul kıymet olarak tercih ettikleri yatırım alanlarına, portföy yönetimi ve portföy çeşitleri ile portföy seçim yaklaşımlarına yer verilmiştir.*

**Anahtar Kelimeler:** Konjonktür, Yatırım, Menkul Kıymet, Portföy

**Jel Kodları:** A10, G10, G11

## CONCEPTUAL STUDY ON ECONOMIC CYCLES, AND DECISIONS OF THE FIRM INVESTMENTS IN TERMS OF THE FIRM STOCK MARKET INVESTMENTS

### ABSTRACT

*Economic Cycles in economy have great role in making decisions the formation and cycles of the Arms as stock market investors in the economical environment must take up very important thing changeable thing in business decisions. In this context, the types of economic cycles, the decisions of the firm investments and firm stock market investments have been studied. Investment principles, investment types, investment areas preferred by the firms as stock and investment funds, portfolio management, portfolio types, and portfolio selection approaches has been explained.*

**Key Words:** Cycle, Investment, Stock, Portfolio

**Jel Codes:** A10, G10, G11

<sup>1</sup> Bu çalışma, "Konjonktür Hareketlerinin İşletmelerin Yatırım Kararları Üzerindeki Etkileri ve Firma-Menkul Kıymet Yatırımları Açısından Bir Analiz" isimli doktora tezinden üretilmiştir.

<sup>2</sup> Yrd.Doç.Dr., Kastamonu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, [tbenli@yahoo.com](mailto:tbenli@yahoo.com)  
<https://orcid.org/0000-0001-6380-3562>

## 1. GİRİŞ

Sanayi devriminden sonra milli gelir, istihdam düzeyi ve fiyatlar gibi makro değişkenler yanında, kârlar gibi mikro değişkenler de dalgalanarak büyük işsizliklere neden olmuştur. Ekonomik dalgalanmalar, sosyal yapıları önemli ölçüde etkilemiş ve tarihsel dönüşümlerin yaşanmasına yol açmıştır. Tarih boyunca ekonomi; sosyal ve siyasal hayatın temel belirleyicisi olarak insanların ve Toplumların kaderini etkilemiştir.

Sürekli bir takım faktörlerin etkisiyle değişen ve yeniden biçimlenen toplumlar, faaliyet hacimlerindeki değişme ve gelişmelere bağlı olarak ekonomik açıdan sürekli bir dalgalanma içindedirler. Bu dalgalanmalar, tarih boyunca önemli maliyetleri beraberlerinde getirmişlerdir. Sosyal yapılar, dalgalanan ekonominin sonuçlarını zaman zaman çok ağır şekillerde ödemek zorunda kalmışlardır.

Ekonomik dalgalanmalar karşısında işletmelerin karar alma süreçleri büyük önem kazanmaktadır. Yatırım kararları, işletmeler açısından en önemli kararlar arasında yer almaktadır. Yatırım türlerinin çeşitli olması, birçok faktörden etkilenmesi ve yatırım tercih etme sürecinin bir takım ayrıntılı analizleri ve öngörülerini gerektirmesi, işletmelerin söz konusu kararlarda özenli davranmalarını zorunlu kılmaktadır. Yatırım, literatürde farklı içerik ve şekillerde tanımlanmakta ve İncelenmektedir. Çalışmada, tercih edilen yatırım türleri arasında, özellikle finansal nitelikteki yatırımlar, konjonktürel dalgalanmalar ve işletmelerin yatırım kararları değerlendirilmektedir.

Konjonktür kelimesi; Latince kaynaklıdır ve bağlantı, irtibat ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Konjonktür; içinde bulunulan genel durum anlamına gelmektedir. Ekonominin içinde bulunduğu durum için de ekonomik konjonktür ifadesi kullanılmaktadır. Bunun yanı sıra konjonktür hareketleri, dalgalanmalar gibi sözcükler de ekonomik konjonktür kavramı yerine kullanılmaktadır.

Toplumların ekonomik faaliyet hacimleri, sürekli belli bir düzeyde kalmamakta ve zaman içinde dalgalanmaktadır. Bu, dalgalanmalar ekonomik hayat hakkındaki çeşitli gözlemler ve bilimsel çalışmalarca belirlenmiştir. Zaman zaman, ülke ekonomilerinde meydana gelen dalgalanmaların maliyeti çok yüksek olmuş, bir savaşın ekonomik ve sosyal yıkıntılarına benzer etkiler doğurmuştur.

### **1.1. Konjonktür Kavramı**

Konjonktür kelimesi Latince kökenlidir. Bağlantı, irtibat anlamına gelmektedir. Yunan felsefesinde konjonktür; varoluş sırrı ve insanların kendilerini kurtaramayacağı zararlı bir talih zinciri olarak anlaşılırdı. Ortaçağ gökbiliminde ise; konjonktür denince, burçların birbirlerine olan ve insanlar üzerindeki etkisi anlaşılmaktaydı(Oğuz, 1961: 147).

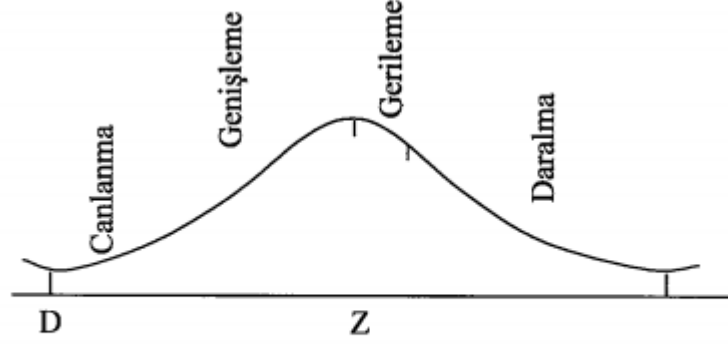
Günümüzde konjonktür, içinde bulunan genel durum anlamında kullanılmaktadır. Buna göre, ekonomik konjonktür denilince ekonominin içinde bulunduğu toplu ve genel durum anlaşılmaktadır. Ekonomik konjonktür yerine, konjonktür hareketleri, dalgalanmalar gibi sözcüklerinde kullanıldığı görülmektedir.

Genel olarak konjonktür refah ve bunalım dönemlerinin birbirini izlemesi şeklinde tanımlanabilir. Hensen (1968) 'e göre ise, konjonktür; bir ekonomideki istihdam, milli gelir ve fiyatlar düzeyindeki dalgalanmadır (Aktaran; Unay, 1993:107).

Meydana gelen ekonomik dalgalanmalar şiddet açısından düzenlilik gösteriyorsa devresel, zaman bakımından düzenlilik gösteriyorsa periyodik dalgalanma denir. Konjonktürel dalgalanmalar, ne tam devresel, ve ne de tam periyodik bir nitelik taşır.

Konjonktür devresi, ekonomik faaliyet hacminin birbirini takip eden iki en düşük noktası arasındaki uzaklıktır, şeklinde açıklanabilir. Konjonktür devresi dört aşamaya ayrılmaktadır(Aren, 1989: 75)

- a. Canlanma (yukarı dönüş),
- b. Refah ya da gelişme (yukarı çıkış),
- c. Duraklama ya da gerileme (aşağı dönüş),
- d. Bunalım ya da daralma (aşağı iniş).



Şekil 1 : Konjonktür Devresi ve aşamaları

Şekil 1’de konjonktür devresi ve aşamaları görülmektedir. D ve Z noktaları ekonomik faaliyet hacminin asgari ve azami olduğu dip (kriz) ve zirve (doruk, boom) noktalarını göstermektedir. Ekonomik faaliyet hacminin gelişme yönünü belirtmek için, bir konjonktür devresinin dip ve zirve noktaları arasındaki ilk yansıma refah ve diğer yansıma da bunalım aşamaları adı verilmektedir (Aren, 1989: 75).

Günümüze kadar çeşitli kriterlere dayandırılarak konjonktürel dalgalanma çeşitleri konusunda birçok sınıflandırma yapılmıştır. Bunlar, daha çok zaman boyutu veya dalgalanma nedenleri dikkate alınarak yapılan ayrımlar olduğu için tek tek ele alındığı zaman yetersiz sayılmaktadır. Çalışmada konjonktürel dalgalanmalar, genellikle kabul görmüş bir ayrıma ve önem sırasına göre beş sınıfta toplanarak incelenecektir.

### 1.1.1. Devresel Dalgalanmalar

Bu dalgalanmalar geneldirler, az çok bir düzenle yenilenirler ve serbest piyasa düzenine göre örgütlenmiş ülkelere özgüdürler. Ekonomik faaliyet hacminde biri minimum (dip) biri de maksimum (doruk) olmak üzere iki belirleyici nokta bulunmaktadır. Birbirini izleyen iki dip ya da iki doruk arasındaki uzaklığa konjonktür devresi denilir. Bu devreler sürekli olarak birbirini izleyerek ilerler. Birinin bittiği yerde diğeri başlar. Devresel dalgalanmaların kesin sürelerini belirlemek güçlükler gösterse de, bu devrelerin uzunluğu 2 (iki) ile 10 (on) yıl arasında değişip, ortalama olarak 8 (sekiz) yıldır (Aren, 1989 :67).

### 1.1.2. Mevsimlik Dalgalanmalar

Bu tür dalgalanmalar genel olarak iki nedene bağlı olarak doğar. Bunlardan biri doğal olaylar, ikincisi ise sosyal olay ve alışkanlıklardır. Doğal olaylar kapsamında ısı, yağmur, hava şartları gibi öğeler sayılabilmektedir. Doğal olaylar sadece tarımsal üretim ve faaliyetini

etkilemekle kalmayıp, tarım kesimi yoluyla tüm ekonomiyi etkileme eğilimi gösterirler. Doğal şartlar sosyal olaylar üzerinde de etkisini gösterir. Tüm turistik tesislerin faaliyetleri mevsimlere bağlıdır. Mevsimden mevsime genellikle düzenli olarak değişen doğal şartlar, ekonomide önceden öngörüsü yapılabilecek dalgalanmalar meydana getirir.

Doğal şartlar dışında mevsimlik dalgalanmalara yol açan ikinci neden sosyal alışkanlıklar ve davranışlardır. Bu kapsamda tatil, gezi, bayram, çalışma, öğretim yılı, dini gelenekler birçok ekonomik faaliyeti etkiler. Mevsimlik dalgalanmalar devresel dalgalanmalar kadar etkili ve önemli sayılmazlar, bunların oluşturduğu etkiler daha çok yerel ve sektörelidir. Mevsimlik dalgalanmalarda işsizliğin veya doğan faaliyetin bütün ekonomiye yayılması güçtür.

### **1.1.3. Rassal Dalgalanmalar**

Bu tip dalgalanmalar düzenli olmayıp, nedenleri de sistemin işleyişine bağlı değildir. Nedenleri ekonomiden bağımsız bir biçimde doğar ve kendi aralarında da birbirlerine bağımlılıkları yoktur. Savaşlar, grevler, isyanlar, salgın hastalıklar, depremler, politik olaylar, su basması ve benzeri olayların önceden öngörülmesi olanaksız olduğu için bunların yol açtığı konjonktür tamamıyla rassaldır.

Bu tip dalgalanmalar, çoğu kez zaman ve yer yönünden öngörü olanağından yoksun olup, gözleme tabi tutulmaları da son derece zordur. Bunların açıklanması, yorumu ve öngörüsü ekonomiden çok diğer bilim dallarını ilgilendirir.

### **1.1.4. Trend**

Ekonomik faaliyet hacmindeki uzun vadeli dalgalanmaları trend temsil etmektedir. Ekonomide 20-30 yıl gibi uzun bir dönemde oluşan dalgalanmalara trend denir. Uzun dönemde sermaye birikimi, nüfus artışı, teknolojik gelişme, eğitim, sanayileşme ve organizasyon gibi ekonomik büyüme ve kalkınmayı sağlayan içsel ve dışsal etkenler ve diğer dalgalanmaların durumu bu çeşit dalgalanmaların yönünü ve şiddetini belirlemektedir.

### **1.1.5. Kısmi Dalgalanmalar**

Bazı ekonomik dalgalanmalar bütün faaliyet alanları üzerinde etkili olmayıp, genel olmadıklarından bir faaliyet kolu ya da bir mal piyasasını etkilerler. Bu tür dalgalanmalar süre bakımından 18-20 ay gibi bir uzunluğa sahiptirler. Bu tip dalgalanmalar daha çok moda göre üretimi, tüketimi, ihracat ve ithalatı değişen kısa ömürlü mal pazarlarında görülürler. Aynı zamanda bunlar az gelişmiş ülkelerden çok dinamik üretici ve tüketici kitlelerine sahip

ülkelerde ortaya çıkmaktadırlar. Bu dalgalanmalar genel değildirler, ekonominin bütünü üzerinde etkili olmayan ve bu nedenden dolayı etkileri ikinci derecede kalan bunalımlara yol açarlar.

## **1.2. Yatırım Kavramı**

Ekonomi ve özellikle makroekonomide ülke üretim gücüne yapılan eklemeler şeklinde belirlenen yatırım, işletme ekonomisi açısından ise şahısların veya firmaların üretim güçlerinde artış hatta süreklilik sağlayan harcamaların tümü olarak tanımlanmaktadır (Peker, 1983: 325).

Yatırım, bilim disiplinlerinde ve halk arasında farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Örneğin halk arasında; sermayenin bir işte kullanılması anlamına gelirken, ekonomi bilimi açısından sermaye stokundaki artışı ifade etmekte ve herhangi bir kuruluşun sahip bulunduğu sermaye stokuna yapılan net ilave olarak kabul edilmektedir. Yatırım ayrıca üretim kapasitesi oluşturmaya yönelik harcamalar şeklinde de açıklanabilir (Tatar, 1993: 4). İşletme açısından diğer bir tanımlama ise; işletmeye uzun süre gelir (para girişi) sağlayacak her türlü harcamalar şeklindedir (Olalı ve Usta, 1987: 222-223).

Ayrıca yatırım, belirli bir dönemde gerçekleşeceği ümit edilen faydalar için kaynakların bağlanması şeklinde değerlendirilebilir. Uzun veya kısa sürelerde işletme tarafından yatırıma tahsis edilmiş üretim unsurlarının kullanılması ile paraya dönme şeklinden ibaret olan tüm işlemleri oluşturması nedeniyle yatırım, birbirini izleyen dinamik olaylar zinciri olarak belirtilmektedir (Tatar, 1993: 7).

Yatırımın bir alternatif maliyeti vardır. Bu alternatif maliyet, yatırıma ayrılacak sermayenin cari faiz oranı üzerinden getireceği faiz geliridir. Diğer bir alternatif maliyet de aynı yatırımın bir başka sektörde, yani yatırımın yapılması düşünülen A sektörü yerine B sektörüne yapılması halinde getireceği kazançtır. Girişimcinin yatırım yapmak istediği A üretim kesiminde kârlılık oranı cari faiz oranının altında iken B üretim kesiminde cari faiz oranının üstünde olabilir. Girişimci yapacağı yatırımlardan, bankaya ödemek zorunda olacağı faize oranla daha yüksek bir kazanç elde etmeyi bekler.

Bir girişimcinin yatırım konusunda vereceği karar aşağıdaki üç değişkene bağlıdır (Pekin, 1986: 160).

- a. Yatırım için gerekli bina, makine ve donanımın arz fiyatı,
- b. Yatırımın beklenen geliri,

c. Cari faiz oranı.

Bir yatırım sonunda elde edilen net gelirleri yatırım malının değerine eşitleyen iskonto oranına sermayenin marjinal etkinliği denilmektedir. Yani ilgili yatırımın getirmesi beklenen gelirin bugünkü değerini göstermektedir. Girişimci sermayenin marjinal etkinliğine göre yatırım kararını aşağıdaki şekillerde verebilir (Unay, 1993: 65).

a. Faiz oranı sermayenin marjinal etkinliğine eşitse girişimci yatırım yapmak konusunda kararsızdır. Parasını bankaya yatırarak aynı geliri sağlayabilir.

b. Sermayenin marjinal etkinliği faiz oranından yüksekse para faize verilmeyip yatırım yapılacaktır.

c. Sermayenin marjinal etkinliği faiz oranından küçükse yatırım yapılmayacaktır.

Likidite tercihi bireylerin ve işletmelerin yanlarında veya kasalarında nakit olarak para bulundurma veya tutma arzularını ifade eder. Likidite tercihi işlem, ihtiyaç, spekülasyon motiflerine bağlıdır. Birey ve işletmeler fiyat hareketlerinden yararlanmak ve fırsatları değerlendirmek için yanlarında para saklarlar. Keynes bireylerin ve işletmelerin tasarruflarını parasal tasarruf ve mali tasarruf olarak iki şekilde ele almıştır. Bunlardan parasal tasarruf, bireylerin ve işletmelerin yanlarında veya kasalarında nakit para (likidite) bulundurma arzularını; mali tasarruf ise faiz geliri elde etmek üzere tasarruflarını, plasman şeklinde kullanmalarını ifade eder (Yığıtbaşı, 1985: 4584-464).

Sermaye piyasası aktiflerin ve mal varlıklarının veya bunları temsil eden belgelerin alınıp satıldıkları organizasyonları ifade eder. Alınıp satılan belgeler ise kıymetli evrak veya menkul kıymetler olarak adlandırılan ve paraya en kolay çevrilebilen hisse senedi, tahvil, mevduat sertifikası gibi belgelerdir. Bunlar üzerinde alım satım işlemlerini mali kurumlar gerçekleştirir. Bu kurumların söz konusu belgeleri alıp sattıkları yerlere veya piyasalara da borsa (menkul kıymetler borsası) denir.

Yatırım için temel unsur, bir gelir elde etmek amacıyla peşin bir külfete katlanılması olarak belirlenebilir. Ancak söz konusu yatırım sayesinde elde edilmesi umulan gelirin, kesin olarak bu külfetten üstün olması beklenmektedir. Yatırımcı, bu anlamda sadece yatırdığı değerleri geri almayı değil, bu değerleri aşan pozitif bir fark (kâr) elde etmeyi amaçlamaktadır. Yatırımlar birçok şekilde sınıflara ayrılarak incelenmektedir. Yatırımları dört temel belirleyici altında sınıflamak olasıdır. Bu çalışmada yatırımlar; maddi, maddi olmayan ve finansal yatırımlar şeklinde bir sınıflama ile ele alınmıştır (Tatar, 1993: 8-18).

### **1.2.1. Maddi Yatırımlar**

Maddi yatırımlar, işletme araçlarının ve hammaddelerinin sağlanmasına yönelik yatırımlar olarak kabul edilmektedir. Makine, teçhizat ve hammaddelere yönelik yatırımlar ile hammadde ve mamul depolamaya yönelik yatırımlar da bu kapsamda değerlendirilebilir. Söz konusu yatırımlar, kendi içinde ayrıca; maddi ve maddi olmayan (gayri maddi) olmak üzere, iki grup olarak da incelenmektedir (Altrogge, 1991: 8, Aktaran; Asunakutlu, 1997: 104).

### **1.2.2. Finansal Yatırımlar**

Finansal yatırımlar ise, genel olarak katılım ve borç verme şeklinde gerçekleşen yatırımlar olarak belirtilebilir. Menkul değerler (Hisse senetleri vb.) ve borç verme anlaşmaları, bu yatırım türünün unsurları arasında yer almaktadır. Finansal yatırım, işletmenin maddesel niteliğinden çok, finansal niteliğinin ön planda bulunduğu alanlara yapılan yatırımlar olarak belirlenebilir.

İşletme, genelde finansal kıymetlere yönelik olarak yapmış olduğu yatırımlar yoluyla kazanç elde etmeyi ve mali yapısını olumlu yönde değiştirmeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla, diğer bir işletmeye katılma, hisse senedi satın alarak işletmeye ortak olma türünde gerçekleşen yatırımlar, finansal yatırımlar kapsamında değerlendirilmektedir (Weidtmann, 1991: 143, Aktaran; Asunakutlu, 1997: 106).

Maddi ve finansal yatırımların yanı sıra inceleme konusu yapılan maddi olmayan yatırımlar ise, araştırma geliştirme, reklam, işletme içi ve dışı eğitim ve sosyal hizmet yatırımları şeklinde alt gruplardan oluşmaktadır. Söz konusu yatırımların, maddi yatırımlara göre temel farkı, bilançodaki etkilerinin gözlenmesindeki güçlüktür (Follmer ve diğ., 1987: 120, Aktaran; Asunakutlu, 1997: 106).

## **2. Yatırım Planlaması ve Yatırım İlkeleri**

### **2.1. Yatırım Planlaması**

İşletmecilikte en kârlı yatırım alanının seçimi ve kaynakların bu seçilen yatırım alanına yönlendirilmesi işletme yönetimi açısından büyük önem taşımaktadır (Yozgat, 1983: 100). Bunu sağlamak için işletme yönetimleri belirli planlar yapmaktadırlar. Eldeki kaynakların kârlı yatırım alanlarına aktarılması işletmenin sürekliliğinin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Bunu sağlamanın şartı ise iyi bir yatırım planlaması sonucunda doğru ve tutarlı yatırım kararı almaktır.



İşletmeler yatırım kararı verirken birçok faktörden yararlanmaktadırlar. Yatırım kararının sağlıklı olması söz konusu faktörlerin iyi analiz edilmesine bağlıdır. Yatırım kararında önemli olan bir diğer unsur ise ekonomik çevrenin ve işletmenin faaliyet gösterdiği ekonomik ortamın niteliğidir. Konjonktürel dalgalanmalar bu açıdan işletmelerin yatırım kararında ekonomik çevrenin değerlendirilmesi konusunda büyük önem taşımaktadır. Yatırım kararlarının etkin ve sağlıklı olması konjonktürel dalgalanmaların yatırım kararları üzerindeki etkisini önceden belirlenmesine ve analiz edilmesine bağlıdır.

İşletmeler için büyük önem taşıyan ve yaygın olarak kullanılan planlama, yatırımlar açısından özel bir önem taşımaktadır. Yatırım planlaması kavramı işletmenin elindeki kaynakları, işletmenin amaç ve beklentileri doğrultusunda hangi alanlarda değerlendirmesi gerektiği konusunda bir ön çalışma olarak ele alınabilir, işletme yönetimi tercih ettiği risk ve beklenti düzeyinde kaynaklarını değişik alanlara aktarmakta bununla birlikte belirli bir düzeyde risk üstlenmek suretiyle işletmeye getiri sağlamaya çalışmaktadır. Burada rasyonel yatırımcı olarak işletmenin yatırım planlaması, doğal olarak en düşük risk ile en yüksek getiriyi elde etmeyi sağlayan bir nitelik taşımaktadır. Söz konusu planın, işletmenin amaçlarına ve beklentilerine uygun ve genel yapısı ile uyumlu olması gerekmektedir.

Genellikle bir yıldan daha az sürede işletmenin karşılaşılabileceği nakit fazlalığı ya da yetersizliğini önceden belirlemek için yapılan planlamaya kısa süreli finansal planlama denir. Burada amaç, işletmede fon açığı ya da fazlalığı belirlendiğinde finansman yöneticisinin gerekli önlemleri gecikmeden alabilmesini sağlamaktır. Finansman yöneticileri, kısa süreli fon ihtiyaçlarını belirlemede bir planlama aracı olan bütçeleme tekniklerinden ve özellikle de nakit bütçelerinden yararlanırlar. Nakit bütçeleri, işletmenin nakit girişlerinin kaynaklarıyla, söz konusu kaynakların nerelerde kullanılacağını gösterirler (Taner, 1992: 132 ve Doğan, 1995: 521).

Uzun süreli finansal planlama ise bir yıldan daha uzun sürede işletmenin gereksinim duyacağı fon miktarının önceden belirlenmesi amacıyla yapılır. Uzun süreli finansal fon ya da finansman ihtiyaçlarının öngörülmesinde proforma bilanço ve proforma fon akım tablosu araçlarından yararlanılır. Proforma bilanço, işletmenin uzun dönemdeki fon ya da kaynak ihtiyacını belirlemeye yardımcı olurken; proforma fon akım tablosu, işletmenin gelecek hesap dönemlerinde sağlaması öngörülen kaynaklarla (fonlarla) bunların olası kullanım yerlerinin saptanması işlevini görür. Gelecekteki fon ihtiyacını belirlemede bu iki araç birlikte kullanılmaktadır. Zira proforma bilanço olmadan proforma fon akım tablosunun hazırlanması düşünülemez(Cohen, Robbins ve Young, 1986: 168-170).

Gerek kâr planlamasında gerekse kısa ve uzun süreli finansal planlamada işletmenin satışlarının önceden sağlıklı bir biçimde öngörülmesi son derece önemlidir. Çünkü gelecek ay ve yıllarda ne kadar fona ihtiyaç duyulacağı, işletmenin söz konusu ay ve yıllarda faaliyet hacmine ve bunu belirleyen olası satış miktarlarına bağlı olmaktadır (Doğan, 1995: 521).

Amaç, uygun şartlarda elde edilen fonların işletmenin kuruluş döneminde kârlı ve verimli olabilecek yatırım projelerine tahsis edilmesi; kurulu işletmelerde de bu fonların, işletme faaliyetlerinin etkinliğini maksimum düzeye çıkaracak biçimde aktif değerler (varlıklar) arasında optimum dağılımını sağlamak, diğer bir deyişle işletme varlıklarına yapılacak harcamaların (yatırımların) etkinliğini artıracak şekilde bu fonları kullanmaktır (Doğan, 1995: 506).

Fonların işletmenin dönen varlıklarının temini için kullanımına, diğer bir deyişle dönen varlıklara yapılan fon harcamalarına "**dönen varlıklar yatırımı**" ya da "**işletme sermayesi yatırımı**" denir. Diğer yandan arsa, bina, makina, araç gereç, donatım ve diğer demirbaşlar gibi işletmeye uzun süreli hizmet eden maddi duran varlıklara ayrılan fonlar ya da yapılan harcamalar da "**duran varlıklara yatırım**" ya da "**sabit sermaye yatırımları**" olarak nitelendirilmektedir. Duran varlıklara yatırım konusu, yaygın olarak kabul gören terminoloji ile, literatürde "**sermaye bütçelemesi**" başlığı altında incelenmektedir (Bierman ve Smidt, 1993 ve Lee, 1985: 303-332).

## **2.2. İşletmelerde Yatırım İlkeleri**

Yatırım kararlarında güvenlik, rantabilite ve likidite, önemli karar kriterleri arasında yer almaktadır. Ayrıca yatırımın riski de, yatırım kararlarında önemli rol oynamaktadır. Diğer yandan yatırım araçlarının optimum bileşimini sağlamak ve yatırım unsurları arasında riski dengeli bir şekilde dağıtmak, diğer bir ilke olarak belirtilmelidir.

Bu ilkelerden ilk sırada yer alan doğal olarak güvenlik ilkesidir. Güvenlik prensibi, yatırımcının riskten uzak olmasını sağlamaya yönelik yatırım ilkesini ifade etmektedir. Yatırım kararlarında önemli bir belirleyici olarak güvenlik ilkesi, öncelikli olarak dikkate alınmaktadır. Tercih edilen yatırımların olabildiğince en düşük risk düzeyinde bulunmaları güvenlik ilkesini sağlamak açısından önem taşımaktadır. İşletmeler varlıklarını sürdürmek, ortaklarının ve toplumun refahını yükseltmek ve kâr elde etmek amacıyla yatırım tercihlerinde risk ölçümlemesi yaparak en düşük düzeyde risk üstlenmek suretiyle kendilerini güvenceye almak durumundadırlar. Bunu sağlamanın yolu ise her açıdan güvenli yatırım portföyü oluşturmaktır.

Güvenlik ilkesinin yanı sıra yatırımlarda likidite ilkesinin de önemle dikkate alınması gereklidir. Likidite kavramı herhangi bir varlık kaleminin nakte dönüşme yeteneği olarak tanımlanabilir. Bir diğer tanımlama ise belirli bir zamanda işletmenin nakit varlığı (para) ile süresi gelmiş nakit yükümlülükleri arasındaki karşılama ilişkisi biçimindedir. Bu doğrultuda işletmenin yatırım tercihleri, temelde işletmenin likidite beklentisine hizmet edecek şekilde oluşturulmalıdır. İşletmelerin yatırım portföyü, genel olarak olağan dışı nakit gereksinimlerini zamanında karşılayabilecek şekilde, likidite prensibine uygun olarak oluşturulmalıdır. Bu sayede nakite dönüşme ve süresi gelen yükümlülükleri karşılama kolaylığı sunan yatırım araçlarının, belirli ölçüde yatırım portföyü içinde bulundurulmasına önem gösterilmelidir.

Güvenlik ve likiditenin yanı sıra rantabilite de yatırımlar için büyük önem taşımaktadır. Genel anlamıyla rantabilite, kullanılan sermaye ile elde edilen kazanç arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Bu anlamda, kârla sermaye arasındaki ilişki şeklinde açıklanan bu kavram, işletmeler açısından; net kârın (vergiden sonraki kârın) özsermayeye oranlanması sayesinde belirlenmektedir. Yatırımların gelir getirici yanının da bulunması ve işletmenin mali yapısını güçlendirici bir etkiye sahip olmaları gereklidir.

İfade edilen tüm ilkelerin yanı sıra işletmeler üstlenecekleri riski yatırım portföyünü oluşturan yatırım araçları arasında dengeli olarak dağıtmaları gerekmektedir. Yatırım araçları arasında güvenlik ve likidite ile rantabilite dengelenmeli ve işletme yatırım politikasına göre belirli düzeyde üstlenilen risk, yatırım araçları arasında dengeli olarak paylaştırılmalıdır.

### **3. Menkul Kıymet Yatırımları ve Portföy Yönetimi**

#### **3.1. Menkul Kıymet Yatırımları**

Menkul Kıymetler, kıymetli evrak çeşitlerindedir ve sermaye piyasalarında fonların arz ve talep edenler arasında el değiştirmesini sağlamaktadırlar. Menkul Kıymet Kavramının ilk tanımı 30 Temmuz 1981 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılmıştır. Buna göre menkul kıymetler : “Ortaklık veya alacaklılık sağlayarak belli bir meblağı temsil eden, hisse senetleri tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir”. Kanunda; “Bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arz ve bu yolla satışı da menkul kıymetler hükümlerine tabidir” denilmektedir.

3794 Sayılı Kanun'da menkul kıymet kavramı, “ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli

nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır” şeklinde tanımlanmaktadır. Menkul Kıymet çeşitleri şu şekilde sayılabilir. Hisse senetleri, tahviller, hazine bonoları, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, iç tüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlara serbestçe alım satımı öngörülen A Tipi yatırım fonu katılma belgeleri vb. başlıca menkul kıymet türleridir (İ.M.K.B., 1998: 130).

Menkul Kıymetlerin özellikleri şu şekilde sıralanabilir(Karlı, 1989: 249):

- a. Menkul kıymetler hukuken kıymetli evrak niteliğindedir.
- b. Standart ve yuvarlak tutarlı, misli nitelikte, belli şekil şartlarını taşıyan kıymetlerdir.
- c. Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilen kitle senetleridir. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler.
- d. Az veya çok devamlılık arz eder, alacak ya da ortaklık haklarını temsil ederler.
- e. Periyodik (Dönemsel) gelir sağlarlar.
- f. Her birinin bir itibari (nominal-üzerinde yazılı) değeri, bir de piyasada arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır. Tahviller, ihraç eden tüzel kişi tarafından vade sonunda normal değer üzerinden ödendikleri için piyasa değerleri genellikle nominal değerden fazla altında veya üstünde oluşmaz.
- g. Menkul kıymetler nama ve hamiline yazılı olabilirler. Hamiline yazılı kıymetler para gibidir. Kimin elinde ise onun malı sayılır, sadece teslimle sahip değiştirir. Nama yazılı kıymetlerde ise ciro hanesi vardır, buraya ciro işlemi kaydedilir.
- h. Yatırım amacı ile kullanılırlar.

### **3.2. Portföy Yönetimi Ve Portföy Çeşitleri**

İşletmeler yatırım politikalarına uygun olarak belirli yatırım araçları ile portföy oluşturmakta ve yatırım dönemi boyunca söz konusu portföyü yönetmektedirler. Portföyün yönetiminde ekonomik şartlar işletme politikaları ve işletmenin riske yönelik yaklaşımı belirgin rol oynamaktadır. Örneğin riskten kaçınan yatırımcı davranışına göre hareket eden yatırımcı portföyü riski düşük araçlardan oluşturmayı tercih ederken, risk seven yatırımcı yaklaşımına göre davranan yatırımcı ise yüksek getiri beklentisi ile portföye taşıdığı riski

yüksek olan yatırım araçlarını almaktadır. Riske duyarlı olmayan yatırımcının portföy yönetme biçiminde ise belirleyici olan işletmenin yatırım politikasıdır.

Sermaye piyasası araçlarına yatırım yapacak bir yatırımcı için farklı ihtiyaçları ve gelecekteki olayların belirsizliği nedeniyle karar vermek zor olmaktadır. Kazanç elde etmek için bazı risklerin üstlenilmesi gerektiği bilinmektedir. Portföy oluşturularak bu riskler bir ölçüde azaltılabilmektedir. Sahip olunan varlıkların en az iki kıymete (bu kıymetler aynı da olabilir) yatırılması sonucu oluşan bileşime portföy denir. Bu iki kıymetin farklı olması tercih edilmektedir. Bu işlem ise çeşitlendirme (farklılaştırma) olarak tanımlanır.

Bir yatırımcının yaptığı yatırım için olmasını arzuladığı özellikleri aşağıdaki gibi sıralamak olasıdır (İ.M.K.B., 1998: 487).

- a. Bir veya birkaç kıymete yönlendirilen paranın satın alma gücünün en azından sabit kalması,
- b. Yatırım yapılan her kıymetin piyasa değerinin artması,
- c. Yatırım devam ederken elde edilen gelirin,
  - İstenmeyen olaylar gerçekleşse bile devam etmesi,
  - Dönemsel olarak farklılık göstermemesi,
  - Satın alma gücünün azalmaması,
  - Olabildiğince yüksek olması,
- d. Yatırım yapılan kıymetin vadesinin, portföyde tutulma süresi bakımından yatırımcının isteklerine uygun olması,
- e. Yatırım yapılan kıymetin, yatırımcının isteği dışında ihraç eden kuruluş tarafından erken itfa ile karşılaşmaması,
- f. Yatırım yapılan kıymetler satın alınırken veya satılırken zorluklarla karşılaşmayacak özellikte olması, portföyde çeşitlendirme yapmak için uygun olması,
- g. Yatırım yapıldıktan sonra, (sermaye artırımları, temettü dağıtımı, kupon ödemesi, itfa dışında) kıymetlere zaman ayırma ihtiyacının olmaması, bu konuda herhangi bir endişe duyulmaması,
- h. Yatırım yapılan kıymetlerin likit olması, piyasa değeri üzerinden satılabilmesi,
- i. Alım ve satımda ödenen komisyonların olabildiğince az olması,

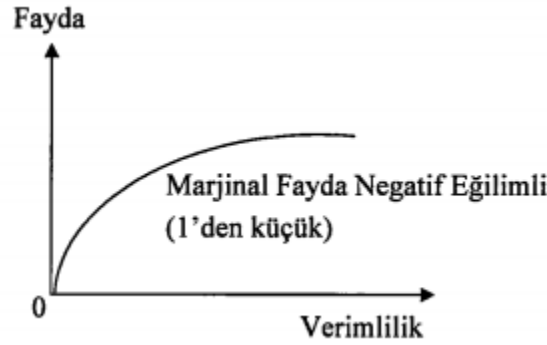
- j. Yatırım yapılan kıymeti ihraç eden kuruluşun yönetim, finansman, satış kadrosu vs. olarak sağlam, konusunda lider, ekonomik durgunluktan etkilenmeyen, ürettiği mal/hizmetlere her zaman talep olan, yüksek kâr marjı ile çalışan özelliklere sahip olması.

Yukarıda belirtilen açıklamaları aşağıdaki gibi özetlemek ve menkul kıymetlere yatırım yapan bir yatırımcının tercihlerini birkaç grupta toplamak olasıdır(Karslı, 1989: 433).

- a. Güvence,
- b. Gelir ve randıman,
- c. Değer artışı,
- d. Likidite.

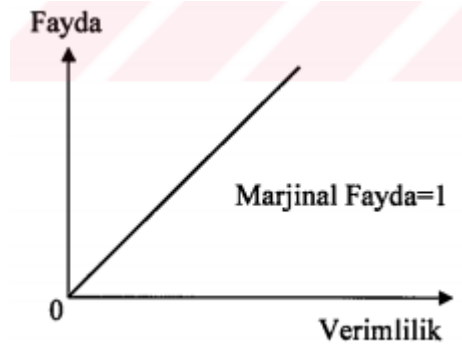
Risk karşısında üç tip yatırımcı vardır (Ceylan ve Korkmaz, 1995: 107-109);

- a. **Riskten kaçan yatırımcılar**; riskten hoşlanmazlar ve kaçarlar. Bu nedenle getirileri belli olan iki yatırımdan daha az riskli olanı tercih ederler. Söz konusu yatırımcıların davranışları Şekil 3'deki gibi gösterilebilir. Bu tip yatırımcılar riskli varlıklara yaptıkları yatırım miktarını, kazandıkları zaman azaltırlar.



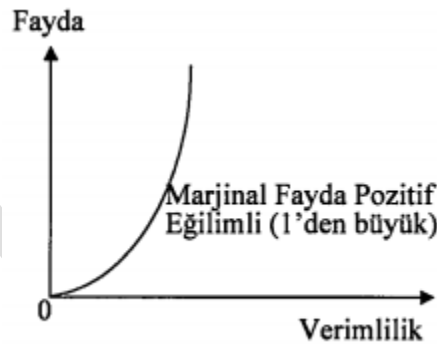
Şekil 2: Riskten kaçan yatırımcı

- b. **Riske kayıtsız kalan yatırımcılar**; riske karşı kayıtsızdırlar. Onlar için hangi yatırımın seçileceği önemli değildir. Yani yatırımcılar risk ve verim arasında kayıtsızdırlar. Bu tür yatırımcıların davranışları Şekil 4'deki gibidir. Bu tip yatırımcılar riskli varlıklara yaptıkları yatırım miktarını, kazandıkları zaman değiştirmezler.



Şekil 3: Risk Karşısında Kayıtsız Yatırımcı

- c. **Riskten kaçmayan yatırımcılar;** bu tür yatırımcılar için yatırımın beklenen faydası, yatırım yapmanın beklenen faydasından daha büyüktür. Şekil 5’de bu tür yatırımcıların davranışları gösterilmiştir. Bu tip yatırımcılar riskli varlıklara yaptıkları yatırım miktarını, kazandıkları zaman artırırlar.



Şekil 4: Riski Seven Yatırımcı

Portföy seçiminde öncelikle portföyün hangi menkul kıymetlerden oluşacağına karar verilmektedir. Buna göre oluşturulacak portföyün ne tür bir portföy olacağı da belirlenmiş olmaktadır. Riski seven bir yatırımcı ile riskten kaçan bir yatırımcının oluşturacakları portföyler farklı olmaktadır

Yatırımcıların amaçları göz önüne alınarak farklı portföy sınıflandırmaları yapılmaktadır (Karşlı, 1989: 441 ve Ceylan ve Korkmaz, 1995: 26).

**Tablo 2:** Yatırımcı Tercihine Göre Portföy Sınıflaması

TİP	PORTFÖYDEKİ MENKUL KIYMET ORANLARI	YATIRIMCININ TERCİHLERİ
A	% 100 Tahvil	Verim - Emniyet
B	% 50 Tahvil % 50 Klasik Hisse Senedi	Verim - Değer Artışı
C	% 75 Klasik Hisse Senedi % 25 Tahvil	Değer Artışı - Verim - Az Risk
D	% 100 Klasik ve Değer Artışı Sağlayan Hisse Senetleri	Sınırlı Riskle Değer Artışı
E	% 100 Hızlı Değer Artışı Sağlayan Hisse Senetleri	Fazla Riskle Fazla Değer Artışı

Oluşturulacak portföye dahil edilecek menkul kıymet türleri yatırımcının davranışına göre aşağıdaki şekillerde olabilir (Karşlı, 1989: 433-434).

- Sıfır risk, sıfır değer artışı az gelir ve çok likidite (devlet tahvilleri),
- Az risk, az değer artışı, az gelir ve orta likidite (klasik hisse senetleri),
- Orta risk, orta değer artışı, orta gelir ve orta likidite (yıldan yıla kâr ve temettü artışı gösteren hisse senetleri),
- Orta risk, çok değer artışı, az gelir ve orta likidite (sermaye artırımını beklenen şirketlerin hisse senetleri),
- Çok risk, az veya sıfır gelir, çok değer artışı ve az veya sıfır likidite (spekülatif yatırım; şimdilik durumu kötüye giden ancak ileride düzelme beklentisi olan şirketlerin hisse senetleri).

Yatırımdan riske girmeksizin randıman bekleniyorsa, oluşturulacak portföyde sabit getirili menkul kıymetlere (tahvillere) ve kısmen de istikrarlı hisse senetlerine ağırlık verilmektedir. Değer artışı bekleniyorsa yani yatırılan fonun kısa sürede değerlenip çoğalması isteniyorsa hisse senetleri almak gerekmektedir.

Yapılan incelemeler, yatırımcıların, genellikle riskten kaçan bir tutuma sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Bu nedenle yatırımcılar portföy oluştururken çeşitlendirmeye gitmektedirler. İyi bir portföy oluşturmada dikkat edilmesi gereken hususlar şunlar olabilir (Ceylan ve Korkmaz, 1995: 265-269).

- Riskin sektörler ve işletmeler itibarıyla dağıtılması,



- b. Portföydeki grup sayısı,
- a. Dengeli gruplar yapmak,
- d. Alış ve satış zamanı,
- Genel ve sektörel konjonktür,
- Mevsimlik konjonktür,
- Kâra geçme, kâr dağıtma,
- Sermaye arttırımı,
- Temettü Dağıtımı,
- e. Portföyün likiditesi.

#### **4. Portföy Analizi Yöntemi**

Genel olarak her türlü riskli projelerin değerlendirilmesinde kullanılabilecek portföy analizinin esas uygulama alanı menkul kıymet yatırımlarıdır. Yatırım dönemi, istenildiği kadar tutulabilir. Dönem sonunda yeni bir analiz yapıp yatırımların durumu gözden geçirilir. Başka bir deyişle yatırımcı için menkul kıymetin uzun bir zaman süresi içinde her dönem sağlayacağı getiriden çok tek bir dönemde sağlayacağı getiri önem kazanmakta ve dönem sonunda yeni bir analiz yapılması gerekmektedir. Her dönemde getiri maksimizasyonu amacını sağlamaya çalışan yatırımcı, uzun vadeli kazanç maksimizasyonu amacını da gerçekleştirmiş olacaktır. Portföy analizinde iki yaklaşımdan söz etmek olasıdır(Bolak, 1994: 186).

- a. Geleneksel Yaklaşım,
- b. Modern Yaklaşım.

##### **4.1. Geleneksel Yaklaşım**

Geleneksel portföy yaklaşımı, portföydeki bütün menkul kıymetlerin getirilerinin aynı yönde hareket etmeyeceği, bazıları kazanç sağlarken bazılarının zarar edeceği varsayımdan hareketle, portföy içindeki menkul kıymet sayısının artırılması (çeşitlendirilmesi (farklılaştırılması)) ilkesine dayanır. Böylece, portföy oluşturmaktan sağlanacak fayda, riskin dağıtılmasıyla elde edilecektir ve portföyün riski tek bir menkul kıymetin riskinden daha küçük olacaktır. Bu yaklaşımı “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” şeklinde de tanımlamak olasıdır(Bolak, 1994: 194-195, Ceylan ve Korkmaz, 1995: 127).

Yatırımcının, portföye dahil edilecek hisse senetlerini seçerken ve ağırlıklarını belirlerken nitel yaklaşımların yanı sıra, büyüme, verimlilik, beklenen getiri, geçmişteki getiriler, beklenen temettüler gibi işletme faaliyetleri ile ilgili konulara ve nicel yaklaşımlara ihtiyacı vardır. Geleneksel portföy yaklaşımında karar verme sürecinde söz konusu nicel bilgi ve yaklaşımlardan yeterince faydalanılmamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 1995: 126).

Geleneksel portföy yaklaşımının temel amacı, kabul edilebilir en yüksek risk düzeyinde menkul kıymet portföyünden en yüksek getiri oranını elde etmektir. Portföy amaçlarının belirlenebilmesi için sınırlamaların ortaya çıkarılması gerekmektedir. Bu sınırlamalar geleneksel portföy yaklaşımında şu şekilde belirlenmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 1995: 119-121).

- a. Cari fiyatlarla gelir elde etme ihtiyacı,
- b. Sabit fiyatlarla gelir elde etme ihtiyacı,
- c. Cari fiyatlarla ana paranın korunma ihtiyacı,
- d. Sabit fiyatlarla ana paranın korunma ihtiyacı,
- e. Vergiden muafiyet ihtiyacı,
- f. Yatırımcının tavrı.

Bu sınırlamaları, gelir ihtiyacı, anaparanın korunma ihtiyacı ve yatırımcıların riskleri kabullenme isteği olmak üzere üç ana grupta toplamak olasıdır.

Geleneksel portföy yaklaşımında hisse senetlerine yatırım yapılırken, daha çok sayıda ve farklı sektörlere ait hisse senetlerinin seçilmesi (çeşitlendirilmesi) gerekmektedir. Geleneksel yaklaşımda riski yaymak ve azaltmak amacıyla çeşitlendirme; farklı sektörlerden farklı menkul kıymetlerin portföye alınmasıdır. Çeşitlendirme yapılırken aşağıdaki stratejiler izlenebilir (Ceylan ve Korkmaz, 1995: 128-129 ve İ.M.K.B., 1998: 489):

- a. Farklı sektörlerdeki işletmelerin hisse senetlerini almak,
- b. Farklı işletmelerin hisse senetlerini almak,
- c. Farklı bölge ve ülkelerdeki işletmelerin hisse senetlerini almak,
- d. Hisse senedi tahvil gibi farklı menkul kıymetleri portföye dahil etmek,
- e. Yatırım ortaklığı, holding ve diğer yatırım şirketlerinin hisse senetlerini veya yatırım fonu katılım belgelerini almak,

- f. Çeşitli ürünleri olan işletmelerin hisse senetlerini satın almak,
- g. Geçmişte fiyatları birlikte ve aynı yönde hareket etmeyen işletmelerin hisse senetlerini satın almak.

Ayrıca çeşitlendirme; mevsimsel, sektöre özel ve portföyde hisse senedi bulunan işletmelerde oluşabilecek konjonktürel dalgalanmalardan dolayı karşılaşılabilecek bazı zararlardan da korunmayı sağlar.

#### **4.2. Modern Yaklaşım**

Modern portföy yaklaşımı üzerinde ilk çalışan ve bu yaklaşımın oluşmasını sağlayan Harry Markowitz'dir. Markowitz, portföyde yer alan menkul kıymetlerin, belirli risk seviyelerinde olası maksimum getiri oranını nasıl sağlayabileceklerini araştırmıştır. Buna göre yöntemin temel amacının; yüksek getiri ve minimum risk olduğu söylenebilir (Taner, 1994: 153).

Modern yaklaşımda Markowitz'in geliştirdiği yöntem, karmaşık bir takım hesaplamaları ve çok sayıda veri kullanımını gerektirmektedir. Bu nedenle Markowitz'in modelini biraz daha geliştirerek William Sharpe, tek indeksli modelini ortaya koymuştur. Modern yaklaşımda, Litner, Mossin ve Richard Roll'de çalışmıştır. Ayrıca, portföy performansının ölçülmesi konusunda Sharpe performans ölçüsü, Treynier performans ölçüsü ve Tense performans ölçüsünden söz edilebilir. Modern yaklaşımda pratik yaklaşımlar olarak da aşağıdaki portföy stratejileri sıralanabilir (Ceylan ve Korkmaz, 1995: 237-249).

- a. Satın al ve elde tut stratejisi,
- b. Maliyeti ortalama stratejisi,
- c. Gelecekteki yükümlülükleri karşılama stratejisi,
- d. Analiz yöntemlerine dayanan stratejiler,
- e. Sabit değer stratejisi,
- f. Sabit oran stratejisi,
- g. Değişken oran stratejisi,
- h. Endeks içerikli fon stratejisi.

## **5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME**

Konjonktürel dalgalanmaların ülke ekonomilerine önemli ölçüde etkileri vardır. Ekonomik konjonktürden her sektör farklı şekilde etkilenmektedir. İşletmeler de, sektörün ve dolayısıyla ekonominin önemli parçaları olarak konjonktürel dalgalanmalardan büyük ölçüde etkilenmektedirler. Bu nedenle makroekonomik göstergelere bağlı olarak işletmeler de çeşitli şekillerde tepki vermektedirler. Bu dönemlerde, işletmelerin stratejileri geleceğe dönük planları ve yatırım kararlarında değişikliklerin olması zorunluluğu doğmaktadır.

İşletmeler, buldukları sektörün durumu, rekabet şartları ve gelecekle ilgili hedefleri gereğince zaman zaman yatırım planlaması yapmaktadırlar. Bu planlama dönemlerinde, ekonomik bazı göstergeleri öngörerek belirli analiz teknikleri kullanmaktadırlar. Buna göre yatırım planlaması ve yatırım kararları oluşturmaktadırlar. Yatırım kararları ve kullanılan analiz teknikleri yatırımın türüne göre değişmektedir. İşletmelerin yatırım planlamaları ve çeşitli dönemler itibarı ile yatırım karşısında sergiledikleri davranışları da değişkenlik göstermektedir. Çalışmada, yatırım çeşitlerinden menkul kıymet yatırımları, portföy kavramı, amaçları ve çeşitleri üzerinde durulmuştur. Portföy kavramı ve portföy seçiminin menkul kıymet yatırımlarının çok önemli bir unsuru olması nedeniyle portföy analizi ve yaklaşımları incelenmiştir. Portföy analizlerinden geleneksel yaklaşım, modern yaklaşım gibi kantitatif teknikler gerektirmemektedir, daha anlaşılır ve uygulanabilirdir. Ancak, her iki yaklaşımda subjektif varsayımlar içermektedir.

## **KAYNAKLAR**

- AREN, S. (1989). “**İstihdam, Para ve İktisadi Politika**”, 9. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1989
- ASUNAKUTLU, T. (1997). “**Sigorta İşletmelerinde Yatırım Yaklaşımları: Alternatif Modeller ve Türkiye Uygulaması**”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1997
- BIERMAN, H. ve SMIDT, S. (1993). “**The Capital Budgeting Decision**”, 8 th Edition, New York, Macmillan Publishing Company, 1993
- BOLAK, M. (1994). “**Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**”, Beta Basım Yayın Dağıtım Yayın No: 428, Hukuk Dizisi 36,3. Baskı, İstanbul, 1994
- CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T. (1995). “**Borsada Uygulamalı Porföy Yönetimi**”, Ekin Kitabevi Yayınları, 3. Baskı, Bursa, 1995
- COHEN, J., ROBBINS, S. ve YOUNG, A. (1986). “**The Financial Manager**”, Ohio, Publishing Horizons Inc., 1986
- DOĞAN, M. (1995). “**İşletme Ekonomisi ve Yönetimi**”, Genişletilmiş Yeni Baskı, İzmir, 1995
- KARSLI, M. (1989). “**Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**”, Beta Basım Yayın Dağıtım,3. Baskı, İstanbul, 1989
- LEE, C.F. (1985). “**Financial Analysis and Planning Theory and Application**”, California, Addison-Wesley Publishing Company, 1985
- OĞUZ, O. (1961). “**Umumi İktisat Nazariyesi**”, II. Kitap, Eskişehir, 1961
- OLALI, H. ve USTA, Ö. (1987). “**İşletme Finansmanı ve Finansal Yönetim**”, 2. Baskı, İstiklal Matbaası, İzmir, 1987
- PEKER, A. (1986). “**Modern Yönetim Muhasebesi**”, 3.Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1983
- PEKİN, T. (1986). “**Makro Ekonomi**”, İstiklâl Matbaası, İzmir, 1986
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu**, İ.M.K.B. Yayınları, 13. Basım, 1998
- TANER, B. (1992). “**Finansal Planlamada Finansal Projeksiyonlardan Finansal Modellere**”, D.E.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 7, Sayı: II, 1992
- TANER, B. (1994). “**Etkin Piyasa Teorisi ve Portföy Modelleri**”, D.E.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 9, Sayı: II, 1994
- TATAR, T. (1993). “**Yatırımların Seçimi ve Değerlendirme Teknikleri**”, Gazi Üniversitesi Yayın No: 182, Ankara, 1993
- UNAY, C. (1993). “**Makro Ekonomi**”, 5. Baskı, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa, 1993
- YİĞİTBAŞI, Ş. (1985). “**Mikro İktisat**”, Barış Yayınları, İzmir, 1985
- YOZGAT, O. (1983). “**İşletme Yönetimi**”, Nihat Sayar Yayını ve Yardım Vakfı İşletmesi Yayınları No:375-608, İstanbul, 1983